

FINANCIAL INVESTIGATOR

GROTE STAPPEN VOOR IMPACTBELEGGEN IN VASTGOED

WIETSE DE VRIES, ALMAZARA

Regeringen moeten meer ambitie tonen
Martin Sandbu, PhD, The Financial Times

Ronde Tafel
Duurzaam beleggen in Vastgoed

Paneldiscussie
Fiduciair Management

Live Broadcast on ESG, Impact Investing & Implementation of the SDGs

October 6th, 2020 from 12.30 pm – 5.15 pm

Spant!, Bussum

How to implement the SDGs in your investment portfolio in an efficient and effective way? What are the pitfalls when measuring SDGs? How to measure the impact of your ESG policy? How to formulate your sustainable top-3 priority list?

These and other questions will be discussed during our **Live Broadcast on ESG, Impact Investing and Implementation of the SDG's** on **October 6, from 12.30 pm until 5.15 pm**.

We are pleased to invite you to attend the Live Broadcast **digitally or in person** at congress centre Spant! in Bussum (limited number of attendees).

Top speakers will share their views via plenary panel discussions and various breakout sessions that can be chosen from. In addition, the first **Impact Award** will be presented to the asset manager that has managed to generate the most impact with its products.

Angélique Laskewitz, Executive Director at VBDO, will be chairing this event.

Keynote speakers will include amongst others:

Krispijn Bertoen (Senior Advisor Responsible Investment & Impact Investment, MN), **Remco Bleijs** (Associate Partner Asset Management and Sustainability Services, EY), **Jeroen Cox** (Lead Energy Management & Circular Economy Programs, KPN), **Raquel Criado-Larrea** (Senior Portfolio Manager, a.s.r. vermogensbeheer), **Alison Cuthbert** (Positive Change Strategy Specialist, Baillie Gifford), **Marta Jankovic** (Head of Sustainable Investing, iShares, EMEA, BlackRock), **Aled Jones** (Head of Sustainable Investing, Europe, FTSE Russell), **Piet Klop** (Senior Advisor Responsible Investment, PGGM), **Wouter Koelewijn** (European Liaison for the Global Impact Investing Network, GIIN), **Hugh Lawson** (Partner, Goldman Sachs Asset Management), **Fiona Manning** (Investment Director, Aberdeen Standard Investments), **Reinier Mijsberg** (Independent Consultant Real Estate), **Herman Mulder** (Chairman, SDG Netherlands and Co-Founder/Chair, True Price Foundation/Impact Economy Foundation), **Nikkie Pelzer** (Senior Impact Investing Analyst, ACTIAM), **Markus Peters** (Senior Investment Strategist Fixed Income, AllianceBernstein), **Ana Victoria Quaas** (Sustainable Investing Analyst, Fidelity International), **Sophie Robé** (CEO, FIIND Impact), **Daan Spaargaren** (Strategist Responsible Investment, PME Pension Fund), **Saskia Verbunt** (Acces to Care Program Manager, Philips) and **Rupert Welchman** (Lead Portfolio Manager Impact Equity, UBP).

Registration

Participation is free and open to all investment professionals. The Live Broadcast can be joined online or attended in person (limited number of attendees in the Rosarium in Amsterdam).

For more information on the programme and registration, go to www.financialinvestigator.nl/seminar-6-oktober/

Seminar sponsors:



HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Ronald Florisson
 Derya Gunaydin

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Emily Allen, Tim Barlage, Frank van Blokland, Mik Breek, Marcel Burger, Jaap van der Bijl, Eva Cairns, David Diepbrink, Han Dieperink, Alexander Duckwitz, Leonhardt van Efferink, Maarten Frouws, Jorge Groen, Jos Gijsbers, Jeroen Heine, Leo van den Heuvel, Jason Hsu, Raymond Jacobs, Charlotte Jacques, Marta Jankovic, Marc Janssen, Thijs Jochems, Bas Jochims, Gerben Jorritsma, Wilfred Kevelam, Marc de Kloe, Andy Langenkamp, Thierry Laquitaine, Lorraine van Lieshout, Yoram Lustig, Frederik Mannaerts, Véronique Menou, Jelle Mensonides, José Meijer, Charles Moussier, Philipp Müller, Oliver Murschall, Reinier Mijsberg, Anton van Nunen, Daan Nijsen, Gareth Payne, Sandra Phlippen, Jeroen van der Put, Pim Rank, Marlon Rockenfeller, Karin Roeloffs, Melinda Rook, Philippe Roset, Gianfranco Saladino, Martin Sandbu, Maureen Schlejen, Ruud Smets, Robert-Jan Tel, Geert-Jan Troost, Meju Velji, Harm Verhoeven, Frank Verveld, Wietse de Vries, Esther Waal, Alex Wharton, Ineke de Wilde, Jan Willemsen, Andrew Wilmont en Anton Wouters.

FOTOGRAFIE

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

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

DISCLAIMER

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



Foto: Ruben Eshuis Photography

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

Dankzij de monetaire en fiscale ondersteuningsprogramma's lijkt de economie in een V-herstel terecht te zijn gekomen en zijn de beurzen flink hersteld. Hoewel het aantal coronabesmettingen ook in de zomer bleef toenemen, is er van paniek, zoals we die in maart en april hebben gezien, geen sprake meer.

De ondersteuning door centrale banken en overheden mist zijn uitwerking dus niet. Wat ook bijdraagt aan de relatieve rust, is dat de besmettingen momenteel vooral plaatsvinden onder minder kwetsbare groepen. Bovendien lijken artsen iets beter te weten hoe ze zieke patiënten moeten behandelen. Verder zijn er hoopvolle signalen dat het langverwachte vaccin eraan komt en dat alles geeft de burger moed.

Nu wordt het tijd om na te denken over de impact van corona op verschillende sectoren en thema's, zoals de vastgoedmarkt, het vak van risicomanagement en duurzaam beleggen. In deze editie van Financial Investigator nemen we de impact van corona op deze onderwerpen onder de loep.

Covid-19 biedt nieuwe kansen voor ESG in vastgoed. In het te verwachten herstelplan zullen groene voorwaarden komen te staan. Vastgoedsbeleggers moeten daarom nadenken over hoe ze met hun investeringen kunnen bijdragen aan een veilige en gezonde leefomgeving. Tijdens de ronde tafel over duurzaam beleggen in vastgoed werd hier uitgebreid op ingegaan.

In het coververhaal gaat Wietse de Vries, Partner bij Almazara en gespecialiseerd in Real Assets, in op de ontwikkelingen binnen het ESG- en klimaatrisicobeleid van pensioenfondsen op het gebied van vastgoed en infrastructuur. De Vries denkt niet dat ESG-beleid in vastgoed door de coronacrisis op een lager pitje wordt gezet. 'Door Covid-19 is het besef ontstaan dat 'gezonde' kantoren met een goede luchtcirculatie veel belangrijker zijn dan vóór de crisis. Als je kantoren meer coronabestendig wilt maken, moet je wellicht naar een andere inrichting toe. Misschien zijn er, in verband met social distancing, meer vierkante meters per werknemer nodig. Het is nog te vroeg om nu al definitieve uitspraken te doen over de impact van de coronacrisis op de inrichting van gebouwen, maar de coronacrisis gaat invloed hebben op de manier waarop gebouwen gebruikt worden.

Veel aandacht gaat in deze uitgave ook uit naar het onderwerp Fiduciair Management. Een aantal weken geleden organiseerde Financial Investigator een grote live uitzending over dit onderwerp. Diverse verslagen die van deze uitzending zijn gemaakt, treft u in dit nummer aan.

Wat de coronacrisis in ieder geval duidelijk heeft gemaakt, is het belang van technologie. In landen met een goede technologische infrastructuur kon thuiswerken gemakkelijk worden gefaciliteerd, wat de economische neergang in deze landen heeft beperkt.

Ik wens u weer veel leesplezier!

Live Broadcast on ESG, Impact Investing and Implementation of the SDGs

October 6th, 2019 from 12.30 pm – 5.15 pm

't Spant, Bussum

Keynote speakers include:

Krispijn Bertoen, MN, **Remco Bleijs**, EY, **Jeroen Cox**, KPN, **Raquel Criado-Larrea**, a.s.r. vermogensbeheer, **Alison Cuthbert**, Baillie Gifford, **Marta Jankovic**, BlackRock, **Aled Jones**, FTSE Russell, **Wouter Koelewijn**, GIIN, **Hugh J. Lawson**, Goldman Sachs Asset Management, **Herman Mulder**, True Price Foundation/Impact Economy Foundation, **Piet Klop**, PGGM, **Fiona Manning**, Aberdeen Standard Investments, **Nikkie Pelzer**, ACTIAM, **Markus Peters**, AllianceBernstein, **Ana Victoria Quaas**, Fidelity International, **Daan Spaargaren**, PME Pensioenfondsen, **Sophie Robe**, FIIND Impact, **Saskia Verbunt**, Philips en **Rupert Welchman**, UBP.

This event will be moderated by **Angélique Laskewitz**, Executive Director, VBDO.

More information & registration to join online or in person:

<https://www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-6-oktober/about>



Evan Ouellette
Fixed Income
Portfolio Manager



Andy Gossard
Fixed Income
Quantitative Analyst
and Portfolio Manager

For professional and institutional investors only. Capital at risk.

Emerging local debt: the value of risk mitigation in a volatile world

INVESTORS IN EMERGING LOCAL DEBT (ELD) FACE A DILEMMA. The asset class has historically offered attractive yields and total return potential, as well as the opportunity to diversify exposures to other asset classes in a global portfolio. However, volatility in ELD markets can be substantial, and we believe much of it is driven by large fluctuations in currency exchange rates that can lead to sizeable drawdowns.

For example, the JPM GBI-EM Global Diversified Index lost 15% in the first 23 days of March 2020, as the COVID-19 pandemic began to take hold around the world. This type of volatility in the asset class has not been limited to once-in-a-century global catastrophes, however, as even greater drawdowns have occurred two other times over the last 15 years.

Our research has shown that a major portion of the volatility in passive and traditional ELD approaches stems from a set of risk exposures that are poorly compensated and that have the potential to result in greater-than-expected losses. For instance, in the recent crisis, volatile home-currency exposure was a key driver of challenging performance for USD and EUR investors.

An advanced beta approach can seek to mitigate these types of risks and thereby has the potential to transform the risk profile of the ELD asset class in difficult periods like the one we're living through now.

Mitigating uncompensated risks

Importantly, we believe today's volatility is likely to persist, making mitigating uncompensated risks critical to long-term returns. In our Emerging Local Debt Advanced Beta approach, we seek to systematically minimise exposure to three key poorly compensated risk factors to deliver a less volatile return stream with more manageable drawdowns — without sacrificing long-term returns in the process.

To do so, we aim to:

- Reduce exposure to developed market currency risk by diversifying the exposure to the investor's home currency.
- Minimise duration risk in long-maturity bonds and in countries with flat yield curves.
- Selectively hedge exposure to lower-yielding currencies.

The substantial impact of these adjustments has been tested in historical research and across various market environments throughout our history of managing our ELD Advanced Beta approach.

Bottom line

In challenging and uncertain markets like those we're experiencing during the COVID-19 crisis, we believe it is as important as ever for investors to avoid taking on extra risks. In our view, an advanced beta approach can provide a potential solution to ELD investors seeking to mitigate uncompensated risk exposures.

For more information, please visit www.wellingtonfunds.com or contact:

Camiel de Vries
+44 20 7126 6417
cdevries@wellington.com

Diana Nilausen
+44 20 7126 6575
dnilausen@wellington.com

Steven Edgson
+44 20 7126 6451
sedgson@wellington.com

Disclaimer: For professional or institutional investors only. The value of your investment may become worth more or less than at the time of the original investment. This material and its contents are current at the time of writing and may not be reproduced or distributed in whole or in part, for any purpose, without the express written consent of Wellington Management. This material is not intended to constitute investment advice or an offer to sell, or the solicitation of an offer to purchase, shares or other securities. Investing involves risk and an investment may lose value. Investors should always obtain and read an up-to-date investment services description or prospectus before deciding whether to appoint an investment manager or to invest in any financial instrument. Any views expressed are those of the author(s), are based on available information and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views and may make different investment decisions for different clients. 4756_4

This material is provided by Wellington Management International Limited, a firm authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the UK.

Coververhaal

- 8 Grote stappen voor impactbeleggen in vastgoed,**
Interview met Wietse de Vries, Almazara

Thema Real Assets

- 20 Ronde Tafel Duurzaam Beleggen in Vastgoed**
30 Houtbouw: een duurzame oplossing voor een urgent probleem, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Thema Fiduciair Management

- 40 Discussieverslag Fiduciair Management: Hoe beoordeel je als bestuur de prestaties van de fiduciair manager?**
42 Discussieverslag Fiduciair Management: Hoe kan het rendement van de portefeuille worden verbeterd?
44 Verslag Paneldiscussie Fiduciair Management over de ontwikkelingen in de fiduciaire markt

Thema Alternatives

- 56 Positioning for the turning of the credit-cycle,** Theta Capital Management
58 Bitcoin in de institutionele beleggingsportefeuille, Burger Crypto Consultancy

Wetenschap en praktijk

- 12 Regeringen moeten meer ambitie tonen,** Interview met Martin Sandbu, The Financial Times
15 Toegroeien naar het nieuwe stelsel, Interview met José Meijer, Pensioenfederatie en APG
18 Pensioenakkoord stelt hogere eisen aan fiduciaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsen, KPMG
32 Patents as an innovative source of alpha, Quoniam
34 Risicomanagement 3.0, Interview met Loranne van Lieshout, Ortec Finance, en Harm Verhoeven, Achmea Investment Management
38 Current risk profiles don't capture the effect of Covid-19 on investor risk appetite, Emily Allen
50 ESG-beleggen blijft doorgroeien, Tafelgesprek met Jos Gijsbers, a.s.r., Marta Jankovic, BlackRock, en Véronique Menou, MSCI
54 Verslag Seminar Coronacrisis, Supertrends en Disruptieve Innovaties in Vermogensbeheer



Grote stappen voor impactbeleggen in vastgoed
8



Regeringen moeten meer ambitie tonen
12



Ronde Tafel Duurzaam Beleggen in Vastgoed

20



Paneldiscussie over de ontwikkelingen in de fiduciaire markt

44

RONDE TAFELS 2020

→ RONDE TAFEL PRIVATE EQUITY: 25 SEPTEMBER

SEMINARS 2020

- LIVE BROADCAST ESG, IMPACT INVESTING AND IMPLEMENTATION OF THE SDGS: 6 OKTOBER
- LIVE UITZENDING KLIMAATVERANDERING, KLIMAATRISICO EN ENERGIETRANSITIE VOOR PENSIOENFONDSEN: 26 OKTOBER
- ONLINE SEMINAR WHERE TO FIND YIELD IN (ALTERNATIVE) FIXED INCOME?: 12 NOVEMBER

- 60 **Relevante geopolitieke scenario-analyse: framing, dynamiek en een remedie tegen valkuilen**, Leonhardt van Efferink en Gerben Jorritsma
- 62 **Hoe geloofwaardig zijn de CO2-plannen van het bedrijfsleven?**, Aberdeen Standard Investments
- 64 **De tijd is rijp voor bedrijfsobligaties uit opkomende markten**, T. Rowe Price

Gesponsord

- 53 **Obligatie-ETF's in een turbulent jaar**, State Street SPDR ETF's
- 66 **Verzekeraars en vermogensbeheerders worden steeds innigere partners**, Interview met Alex Wharton, Aviva Investors
- 70 **Illiquiditeitspremie vastgoedleningen nu aantrekkelijker dan ooit**, Interview met Marlon Rockenfeller, DWS
- 74 **Verdere diversificatie beleggingen noodzakelijk**, Interview met Charles Moussier, Invesco
- 78 **Risks are not off the table at European insurers**, Allianz Global Investors
- 80 **Slimme spreiding bij high yield nu belangrijker dan ooit**, Interview met Andrew Wilmont, Pictet Asset Management
- 84 **Infrastructuur in opkomende markten – waarde en impact ontsluiten**, Interview met Gianfranco Saladino, BlueOrchard (onderdeel van de Schroders Group)

Columns

- 37 **IVBN: Woningcorporaties: te grote opgaven, te weinig middelen**
- 49 **Thijs Jochems: Enkele economische vraagstukken voor de politiek en institutionele beleggers**
- 69 **Han Dieperink: De toekomst van verzekeren**
- 73 **CFA Society VBA Netherlands: De standaard 'toolkit' van beleggingsprofessionals verandert in hoog tempo**
- 77 **Pim Rank: Overdracht van bankvorderingen: de Hoge Raad faciliteert en reguleert**
- 83 **Andy Langenkamp: Shithole country Amerika?**

Rubrieken

- 87 On the move special: **Meju Velji**
- 88 On the move kort

Financial Investigator in 2020 zonder kosten (blijven) ontvangen? Meld u dan nu aan op onze website: www.financialinvestigator.nl

ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGERS.

WIE DUURZAAM WIL BELEGGEN, RAAKT AL SNEL VERSTRIKT IN DE KEUZEMOGELIJKHEDEN EN TERMINOLOGIE. BELEGGEN MET MEER OOG VOOR MILIEU EN SAMENLEVING WORDT DAARDOOR NODELOOS INGEWIKKELD. WIJ DENKEN DAT JE DOOR INDEXBELEGGEN EEN STUK EENVOUDIGER GREEP KUNT HOUDEN OP JE DUURZAME RESULTATEN, DANKZIJ DUIDELIJKE ESG-METHODIEKEN EN TRANSPARANTE CIJFERS.

iShares. Duidelijk over duurzaamheid.

Weet wat je kiest bij de opbouw van een duurzame portefeuille.

Beleg in grotere perspectieven.

iShares[®]
by BlackRock

Beleggingsrisico.

Belangrijke informatie. Tot 31 december 2020, uitgegeven door BlackRock Investment Management (UK) Limited, erkend en gecontroleerd door de Financial Conduct Authority ("FCA"), waarvan het hoofdkantoor is gevestigd 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, Engeland, Tel: +44 (0)20 7743 3000. Voor uw bescherming worden telefoongesprekken gewoonlijk opgenomen. BlackRock is een handelsnaam van BlackRock Investment Management (UK) Limited. Raadpleeg de website van de Financial Conduct Authority ("FCA") voor een lijst van geautoriseerde activiteiten die door BlackRock worden uitgevoerd. Vanaf 31 december 2020, in het geval waarin het Verenigd Koninkrijk de Europese Unie verlaat zonder een overeenkomst te zijn aangegaan met de Europese Unie die ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk in staat stelt om financiële diensten in de Europese Unie aan te bieden ("No Deal Brexit situatie"), is de uitgever van dit materiaal:

-BlackRock Investment Management (UK) Limited voor alle gebieden buiten de Europese Economische Ruimte; en

-BlackRock (Netherlands) B.V. voor binnen de Europese Economische Ruimte.

BlackRock (Netherlands) B.V. is geautoriseerd en gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten. Statutaire zetel Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Handelsregister nr. 17068311 Voor uw bescherming worden meestal telefoongesprekken opgenomen. Elk onderzoek in dit document is ingekocht en kan door BlackRock voor eigen doeleinden zijn uitgevoerd. De resultaten van dergelijk onderzoek worden slechts incidenteel ter beschikking gesteld. De geuite meningen vormen geen investering of enig ander advies en zijn aan verandering onderhevig. Zij geven niet noodzakelijkerwijs de standpunten van een onderneming van de BlackRock Groep of een deel daarvan weer en er wordt geen garantie gegeven dat zij accuraat zijn. Dit document dient uitsluitend ter informatie en vormt voor niemand een aanbod of uitnodiging om te investeren in BlackRock-fondsen en is niet opgesteld in verband met een dergelijk aanbod.

© 2020 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. 1302897.

RobecoSAM: Coronacrisis versterkt ESG-trends

Door de coronapandemie zijn mensen en bedrijven genoodzaakt hun manier van leven en werken aan te passen aan 'het nieuwe normaal'. Deze ontwikkeling heeft tevens een substantiële impact op verschillende ESG-trends. Rainer Baumann, Hoofd Investments bij vermogensbeheerder RobecoSAM, identificeert vier ESG-trends die door de pandemie in een stroomversnelling raken.

'Positief aan alle stimuleringsmaatregelen door overheden en centrale banken is dat veel aandacht wordt besteed aan ESG-factoren', schrijft Baumann. 'Het herstelplan van de Europese Unie voorziet in de aanzienlijke financiering van duurzame bedrijven om de groei te versnellen en is onderdeel van de EU Green Deal, die als doel heeft Europa in 2050 'klimaatneutraal' te maken.'

Baumann acht het onwaarschijnlijk dat het woon-werkverkeer op korte termijn naar pre-crisisniveau terugkeert. Het Hoofd Beleggingen voorziet dat mensen flexibeler worden en reizen tijdens piekuren vermijden. 'Voor stadsvervoer biedt dit nog meer

mogelijkheden voor deelplatforms, of het nu gaat om auto's of andere transportmiddelen, zoals fietsen', betoogt Baumann.

Wereldwijde toeleveringsketens bleken uiterst kwetsbaar voor de gevolgen van de coronapandemie. Om deze risico's in de toekomst te beperken, zullen bedrijven ervoor kiezen een deel van de productie terug te verplaatsen naar hun thuisland. Baumann: 'Deze zogenaamde reshoring vereist echter ook hogere investeringen in automatisering en robotica. Technologieën zoals 3D-printen, kunstmatige intelligentie, Internet of Things en robots kunnen nieuwe besparingen opleveren.'

Met het besef dat het coronavirus zich mogelijk heeft verspreid vanuit een voedselmarkt in China, verwacht RobecoSAM dat gezonde, plantaardige voeding een groeiende trend zal zijn. Baumann: 'De voedingsindustrie is begonnen met het ontwikkelen van vleesalternatieven. Veganisme is voor veel mensen de nieuwe levensstijl.'



Na haar opleiding en wat werken in binnen- en buitenland, vond ze op 1 februari 1981 haar baan bij (toen nog) Pensioenfonds PGGM. Tot haar eigen verbazing, want wat zoekt een 20-jarige die het leven groots, meeslepend en ondoorgroendelijk vindt bij een pensioenfonds? Inmiddels weet ze beter: PGGM bood haar de kans zich volop te ontwikkelen. Ze volgde opleidingen, zette carrièrestappen en ontdekte wat er écht toe doet. Rekenaars weten dat deze Manager Ondersteunende Diensten inmiddels 60 jaar is en in 2021 40 dienstjaren bij 'haar' PFZW heeft opgebouwd. Ze bakent werk en privé af, maar stelt ook duidelijk dat ze één mens is. Haar prioriteiten lopen dan ook dwars door elkaar heen, maar de rode draad is onmiskenbaar: 'de mens'.

De agenda van Linda de Mooij

HOOGSTE PRIORITEITEN ZAKELIJK ÉN PRIVÉ

- Voor vandaag én voor de lange termijn: dat we gezond blijven en de zorg op handen dragen. Dat doet de zorg ook met ons als wij dat nodig hebben. Dag en nacht. Zonder aarzeling;
- Het is niet erg dat bijna niemand meer kan zeggen wie Jelle Zijlstra was, maar laten we wel ons stinkende best blijven doen om jongere generaties de waarde van pensioen en solidariteit bij te brengen. En misschien ook wel dat je nooit méér moet lenen dan de helft van je banksaldo. Wanneer is die vuistregel eigenlijk losgelaten?;
- Elkaar helpen. Als 60-er weet ik inmiddels dat het leven vooral onzekerheid biedt. De kunst is daar niet over te tobben, maar onszelf en anderen wél een beetje in bescherming te nemen.

Capital Group: Tips voor beleggers in volatiele beurstijden

Met welke feiten en veelgemaakte fouten dienen beleggers in volatiele tijden rekening te houden? Vermogensbeheerder Capital Group zette dit op een rijtje op basis van de historische rendementen van de S&P 500.

Feit 1: Expansies duren veel langer en zijn groter dan recessies. Elke beursdaling is uiteraard anders, maar de Amerikaanse bear markets hebben sinds 1950 gemiddeld genomen 14 maanden geduurd. De gemiddelde bull market duurde meer dan vijf keer zo lang. Het verschil in rendement was net zo groot. De gemiddelde bull market boekte 279% winst, tegenover een gemiddeld verlies van 33% voor de bear markets. Wel ging elk beursherstel gepaard met paniekerige krantenkoppen, marktvolatiliteit en tussentijdse verliezen.

Feit 2: Na scherpe correcties herstellen de markten relatief snel. Bij elk van de 18 grootste dalingen van de S&P 500 sinds 1929 stond de S&P 500 vijf jaar later weer op het droge. De rendementen over die vijfjaarlijkse periodes bedroegen gemiddeld meer dan 18% per jaar.

Feit 3: Sommige van 's werelds grootste bedrijven, zoals McDonald's, Walmart, Microsoft, Airbus, Starbucks en Apple, zijn opgericht in economisch moeilijke tijden. Sterke bedrijven vinden een manier om te overleven en zelfs te gedijen onder moeilijke economische omstandigheden. Bedrijven die in staat zijn zich aan te passen en te groeien in moeilijke tijden, bieden vaak aantrekkelijke beleggingskansen op de lange termijn.

Fout 1: Proberen de markten te timen. Wie zijn geld uit de markt haalt tijdens een recessie, loopt het risico om niet op het juiste moment weer in te stappen en mist zo een groot deel van het beursherstel. Het missen van zelfs maar de 10 beste dagen van het beursherstel op de S&P 500 tussen 1 januari 2010 en 31 december 2019 verkleint het rendement met 33% en dat verschil loopt uiteraard op naarmate er meer van die 'goede' dagen gemist worden.

Fout 2: Niet beleggen omwille van negatieve krantenkoppen. Grote beleggingskansen duiken vaak op wanneer beleggers het meest pessimistisch zijn. Periodes van grote onzekerheid zijn niets nieuws voor de markten, maar door de jaren heen hebben ze altijd veerkracht getoond. In de tien jaar na de aanval op Pearl Harbour in 1941 boekte de S&P 500 een gemiddeld jaarlijks rendement van 16,2%, in de tien jaar na de val van Lehman Brothers in 2008 was er een gemiddeld jaarlijks rendement van 11,7%.

Fout 3: Te veel focussen op de korte termijn. De volatiliteit van de markt is vooral ongemakkelijk voor wie naar de ups en downs op de korte termijn kijkt. Een langere tijdshorizon staat toe te focussen op de langetermijngroei van beleggingen en de mate waarin het beleggingsdoel dichterbij komt. Een langetermijnvisie vlakkt de schommelingen op de korte termijn af en laat het beeld van een groeiende portefeuille duidelijker zien.

BlackRock: Institutionele beleggers steken recordbedrag in obligatie-ETF's

De instroom in vastrentende ETF's groeide de afgelopen twaalf maanden wereldwijd met 30%. Er is steeds meer interesse van beleggers om op een liquide, transparante en efficiënte manier toegang te krijgen tot obligatiemarkten. Het vermogen onder beheer van obligatie-ETF's kwam eind juni uit op een recordbedrag van 1.300 miljard dollar. Het merendeel van deze groei (84%) was afkomstig uit nieuwe instroom.

De recordinstroom van het afgelopen kwartaal toont aan dat beleggers steeds vaker ETF's gebruiken om portefeuilles snel aan te kunnen passen aan veranderende marktomstandigheden, om transactiekosten te verlagen, om liquiditeit te verbeteren en om risico's af te dekken. BlackRock telde het afgelopen kwartaal ruim 60 pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders die voor het eerst gingen beleggen in obligatie-ETF's van iShares, gezamenlijk goed voor ongeveer 10 miljard dollar aan instroom.

CFA Institute gaat over op computergestuurde examens

CFA Institute, de wereldwijde vereniging van beleggingsprofessionals, kondigt aan dat het in 2021 zal overgaan op computergestuurde examens (Computer Based Testing oftewel CBT) voor alle drie de levels van het CFA Program. Level II en Level III examens voor 2021 zullen worden afgenomen via CBT, gelijktijdig met de reeds aangekondigde overgang voor Niveau I. De examens van december 2020 zullen dan ook de laatste tests op papier zijn voor alle examens van het CFA Program.

Het besluit om de overgang naar CBT voor de Levels II en III te versnellen, is ingegeven door de gevolgen van COVID-19. Het CFA Institute had deze overgang gepland als onderdeel van een bredere doelstelling om examens af te nemen via computers in beveiligde testcentra in plaats van op papier in grote testruimtes; deze omslag is al in gang voor Level I. De overschakeling stelt het CFA Institute in staat om examens op kleinere schaal aan te bieden, met meer mogelijke examendata en een eenvoudiger planning met meer locaties.



Grote stappen voor impactbeleggen in vastgoed

DOOR HANS AMESZ

Impact investing komt steeds prominenter op de agenda van pensioenfondsen en andere professionele beleggers te staan. Zo ook op het gebied van vastgoedinvesteringen. Als onderdeel van ESG-beleid maakt het een flinke ontwikkeling door. Financial Investigator sprak hierover met Wietse de Vries, Partner bij Almazara, een consultancybedrijf dat institutionele beleggers adviseert op het gebied van real assets.

'Alle pensioenfondsen hebben een beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen,' zegt Wietse de Vries. 'Dat is een soort van overkoepelend generiek beleid dat vervolgens vertaald moet worden naar specifieke beleggings-categorieën. De wereld van vastgoed is immers een totaal andere dan die van bijvoorbeeld aandelen of obligaties.'

De uitgangspunten die elk pensioenfonds hanteert, zijn de eigen beleggingsovertuigingen en een duurzaamheidsbeleid. Volgens De Vries hebben de meeste fondsen in het kader van maatschappelijk verantwoord beleggen een aantal thema's gekozen en zich vaak ook gecommitteerd aan een aantal SDGs. 'Dat zijn er in totaal 17. Je moet dus keuzes maken. De meeste pensioenfondsen kiezen SDG 3 (well-being), SDG 7 (green energy), SDG 11 (sustainable cities) of SDG 13 (climate action). Vooral de laatste is heel erg relevant voor vastgoed, want de bebouwde omgeving zorgt voor ongeveer een derde van alle CO₂-uitstoot wereldwijd. Als je je als pensioenfonds verbindt aan 'well-being', zal je in je vastgoedbeleid heel andere prioriteiten moeten stellen dan wanneer je je committeert aan 'climate action'. Well-being houdt in dat je voor 'gezonde' gebouwen moet zorgen, bijvoorbeeld door een gebouw te voorzien van goede airco. Professor Piet Eichholtz heeft interessant onderzoek gedaan naar de impact van de kwaliteit van gebouwen op de gezondheid van de gebruikers van die gebouwen. Climate action komt erop neer dat je actie onderneemt om de gevolgen van klimaatverandering te bestrijden. Dat betreft overigens niet alleen de uitstoot van CO₂, maar gaat over alle broeikasgassen.'

Voor pensioenfondsen is het volgens De Vries geen eenvoudige opgave hun MVB-beleid te definiëren en specifiek te maken voor vastgoed. 'De vertaling van algehele MVB-overtuigingen naar een specifiek vastgoedbeleid is best wel lastig,' zegt De Vries. 'In de Actuariële en Bedrijfstechnische Nota staat alles waar een pensioenfonds zich aan wil houden, maar dat moet vervolgens vertaald

worden naar ambities op vastgoedniveau, bijvoorbeeld dat over een x-aantal jaar de hele portefeuille CO₂-neutraal of aardgasvrij moet zijn. Vervolgens maak je het beleid nog gedetailleerder door er bijvoorbeeld doelstellingen voor de komende 5 jaar aan vast te knopen. Doelstellingen op het gebied van energie-, water- en afvalverbruik kunnen belangrijk zijn, want gebouwen stoten CO₂ uit, gebouwen en hun bewoners gebruiken energie en water, en ze produceren afval dat ergens geloosd moet worden, wat milieueffecten heeft. Pensioenfondsen moeten hun MVB-overtuigingen, gecombineerd met de SDGs waar zij zich aan verbinden, vertalen naar langetermijnambities in hun vastgoedbeleid. Die ambities moet je meetbaar maken door kortetermijn-doelstellingen te definiëren.'

Welke concrete doelstellingen ten aanzien van real assets horen er in ieder geval thuis op milieu- en sociaal-maatschappelijk gebied? De Vries noemt er vijf die volgens hem bovenaan moeten staan. 'Op één staat wat mij betreft de doelstelling ten aanzien van de reductie van de CO₂-uitstoot. Wat je minimaal wilt, is dat de vastgoed-portefeuille van het pensioenfonds jaar na jaar vermindering van de CO₂-uitstoot laat zien. Dat is redelijk goed te meten. Wij gebruiken daar GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) voor. In deze jaarlijkse benchmark worden de duurzaamheidsscores bijeengebracht van ruim 103.000 gebouwen. Ten tweede zou je moeten streven naar een jaarlijkse reductie van het energieverbruik, ten derde naar vermindering van het waterverbruik en ten vierde naar het realiseren van minder afval.'

Pensioenfondsen moeten hun MVB-overtuigingen vertalen naar langetermijnambities en die ambities meetbaar maken door kortetermijn-doelstellingen te definiëren.

Daar komt specifiek voor Nederland nog een vijfde doelstelling bij. De Vries zegt dat alle hem bekende pensioenfondsen zwaar investeren in Nederlandse woningen. 'Als je daarin investeert, kun je ervan uitgaan dat 99 procent van je portefeuille altijd verhuurd is, omdat er een groot tekort aan woningen bestaat. Je hebt dus een heel voorspelbaar direct inkomen. Het is een belegging die goed past bij een Nederlands pensioenfonds. Het is geen wonder dat sommige fondsen 20 tot 25 procent van hun vastgoedportefeuille hebben gestoken in Nederlandse woningen. De grote uitdaging is om die woningen uiteindelijk aardgasvrij te maken, wat dus ook een doelstelling kan zijn.'

De doelstellingen die ik noem, zijn urgent. Maar daarnaast hanteren we nog een aantal randvoorwaarden: wij vinden dat alle vastgoedfondsen moeten participeren in GRESB. De



CV

Wietse de Vries is sinds 2011 Partner bij Almazara | Real Assets Advisory. Hij is sinds 1995 actief in het (institutioneel) vermogensbeheer en heeft onder meer gewerkt als Managing Director bij ING Investment Management, Managing Director bij ING Real Estate Investment Management en Directeur Business Development bij GCC. De Vries begon zijn loopbaan als Fiscaal Adviseur bij Nobel en Van Wierst, Sara Lee en ING en heeft diverse posities bekleed in advisory boards en supervisory boards van Europese fondsen. Van 2015 tot 2018 was hij Voorzitter van INREV's Corporate Governance Committee. De Vries is fiscaal jurist met een postdoctorale graad in Bedrijfskunde.

We zijn nog niet ver gevorderd met het in kaart brengen van het klimaatrisico op de vastgoedportefeuille. Daar moet nog heel veel aan gebeuren.

hoogte van de GRESB-score is wat ons betreft minder van belang dan het feit dat verbetering zichtbaar is. Elk jaar komen nieuwe vastgoedfondsen naar de markt en het is onvermijdelijk dat die soms met een lage score beginnen omdat ze hun portefeuille vanaf nul moeten opbouwen. Wij vinden dat je de nieuwelingen ook een kans moet geven: als de pijl maar omhoog wijst.'

De Vries vertelt dat er vastgoedfondsen zijn die echt impact tweeweg willen brengen. 'Naast een financieel rendement willen zij ook een maatschappelijk rendement realiseren. We zouden graag meer van die fondsen zien, want op dit moment moet je de mogelijkheden om echt aan impact investing te doen op het gebied van real assets, met een lampje zoeken. Bij impact investing moet je aan een aantal voorwaarden voldoen: wij hanteren de definitie van The Global Impact Investing Network (GIIN), die erop neerkomt dat je naast een financieel doel ook een of meerdere maatschappelijke doelen stelt, dat je die doelen meetbaar maakt en erover rapporteert, en dat je dus de voortgang van je beleid meldt.'

Er zijn momenteel nog maar beperkte mogelijkheden om een impactstrategie op vastgoedgebied uit te voeren. Hoe komt dat? De Vries geeft aan dat hij dat niet goed kan inschatten, maar dat hij wel zeker weet dat de meeste pensioenfondsen een budget hebben om aan impactbeleggen te doen. 'Ze kunnen dat geld niet kwijt, wat bijzonder jammer is. Ik zou zeggen dat hier een kans ligt voor fund managers: je doet goed en er is geheide vraag naar je impactproduct. Misschien moet die vraag wat breder uitgedragen worden.'

Hoe gaan pensioenfondsen om met klimaatrisico's? De meeste beleggers hebben volgens De Vries nog weinig inzicht in de impact van klimaatverandering in de vastgoedportefeuille. 'We zijn nog niet ver gevorderd met het in kaart brengen van het klimaatrisico in de vastgoedportefeuille. Daar moet nog heel veel aan gebeuren. Het is een thema dat de komende drie jaar enorm belangrijk wordt. Grosso modo bestaat het klimaatrisico voor vastgoed uit risico's op overstromingen, stormen en droogte. Dat zijn de fysieke risico's. En daarnaast is er nog het transitierisico. Dat betreft de kosten die je moet maken, al dan niet verplicht gesteld door de overheid, om je vastgoed meer klimaatbestendig te maken. Een mooi

Om de verschillende klimaatrisico's in te kunnen schatten, moet je samenwerking zoeken met bijvoorbeeld herverzekeraars.

voorbeeld daarvan is het aardgasvrij maken van Nederlandse woningen. De Nederlandse overheid heeft bepaald dat we van het aardgas af moeten en vastgoed moet met die doelstelling in lijn worden gebracht. In sommige andere landen geldt hetzelfde. Het kan dus in principe ook gebeuren dat de toezichthouder zegt: je moet die en die investeringen in je gebouwen doen om te zorgen dat ze overstromings- of stormbestendiger worden.'

Je moet de verschillende klimaatrisico's natuurlijk wel in kunnen schatten. De Vries: 'Ja, maar dat is natuurlijk niet de expertise van de vastgoedsector en daarom moet je samenwerking zoeken met bijvoorbeeld herverzekeraars (zoals PGGM dat heeft gedaan) om dat goed in kaart te kunnen brengen. Herverzekeraars verzekeren allerlei schaderisico's en zijn goed in risico-inschattingen; ze doen niet anders. Soms zijn die risico's klimaatgerelateerd, soms ook niet. Hoe je gebouwen beter beschermt tegen het gevaar van overstromingen, is volgens De Vries voor een deel een publieke taak; bijvoorbeeld het verhogen van de dijken. 'Voor een deel kun je waarschijnlijk ook technische oplossingen voor huizen en gebouwen bedenken om ze in ieder geval wat meer resistent te maken. Dat laat ik graag aan de technenuten over.'

De Vries denkt niet dat ESG-doelstellingen voor vastgoed door de coronacrisis op een lager pitje worden gezet. 'Integendeel zou ik zeggen. Door Covid-19 is het besef ontstaan dat 'gezonde' kantoren met een goede luchtcirculatie veel belangrijker zijn dan voor de crisis. Als je kantoren meer coronabestendig wilt maken, moet je wellicht naar een andere inrichting toe. Misschien zijn er, in verband met social distancing, meer vierkante meters per werknemer nodig. Het is nog te vroeg om nu al definitieve uitspraken te doen over de impact van de coronacrisis op de inrichting van gebouwen. We horen nu vooral meningen en beschikken nog maar over weinig harde feiten. Maar het lijkt wel vast te staan dat healthy buildings steeds belangrijker gaan worden.' Het is in de ogen van De Vries bijna onvermijdelijk dat thuiswerken als gevolg van corona in omvang zal toenemen. 'De mate waarin dat gaat

Door Covid-19 is het besef ontstaan dat 'gezonde' kantoren met een goede luchtcirculatie veel belangrijker zijn dan voor de crisis.



gebeuren, valt niet te voorspellen, maar als je wilt dat mensen thuiswerken, moet je ze daarvoor ook de faciliteiten bieden, bijvoorbeeld in de vorm van speciale ruimtes.'

De coronacrisis gaat dus invloed hebben op de manier waarop gebouwen gebruikt worden, met name kantoren en woningen. 'We waren al relatief ver gevorderd met het neerzetten van gezonde gebouwen,' zegt De Vries. 'Veel gebouwen hebben tegenwoordig ook een duurzaamheids-certificering. Wat duurzaamheid betreft, is het bewustzijn in Europa heel hoog als je het vergelijkt met bijvoorbeeld de Verenigde Staten. Dat zie je ook als je naar GRESB kijkt. Er is geen reden om te zeggen dat het allemaal wel goed komt, maar op vastgoedgebied worden echt grote stappen gemaakt.' «

De vertaling van MVB-overtuigingen naar een specifiek vastgoedbeleid is geen eenvoudige opgave;

Pensioenfondsen zouden moeten streven naar reductie van de CO₂-uitstoot van hun vastgoedbeleggingen;

Er liggen kansen voor fundmanagers op het gebied van impact investing in vastgoed;

De sector is nog niet ver gevorderd met het in kaart brengen van het klimaatrisico in de vastgoedportefeuille;

De coronacrisis heeft invloed op de manier waarop gebouwen gebruikt worden.

Regeringen moeten meer ambitie tonen

DOOR JOOST VAN MIERLO

De coronacrisis heeft overheden gedwongen verregaand in te grijpen in de economische gang van zaken. Toch gaan de maatregelen nog niet ver genoeg, meent Martin Sandbu, Econoom en auteur van diverse publicaties. Nu is volgens hem het uitgelezen moment voor een historische omschakeling van de economie.

Martin Sandbu volgt de economische ontwikkelingen al jaren op de voet. Als commentator bij de Financial Times schrijft hij wekelijks de veelgeprezen rubriek Free Lunch, waarin hij vooral ontwikkelingen rond handelsbetrekkingen beschrijft. Met afgrijzen heeft hij geconstateerd dat de globalisering van de wereldhandel de afgelopen jaren werd aangewezen als zondebok voor tal van maatschappelijke problemen. Sandbu vindt dit onterecht, maar maakt in zijn recente boek 'The Economics of Belonging' duidelijk dat er goede redenen zijn voor de maatschappelijke onrust.

Toen Sandbu in de eerste maanden van dit jaar de laatste hand legde aan zijn boek, waren de gevolgen van de coronacrisis nog niet zo extreem. Maar dat betekent allerm minst dat de conclusies van zijn publicatie over de radicale omschakeling van het sociaaleconomische beleid van (Westerse) regeringen, met tal van verstrekkende maatregelen, niet langer geldig zijn. 'Integendeel', zegt Sandbu, 'de coronacrisis geeft nieuwe urgentie aan het beleid dat in mijn ogen noodzakelijk is.'

U beschrijft een wereld waarin grote groepen binnen de samenleving het gevoel hebben dat ze in de steek zijn gelaten door de politieke en economische elite. Velen geven immigranten en China de schuld en hopen dat Trump en Brexit voor oplossingen zorgen. Waarom vindt u dat niet juist?

'Er zijn diverse manieren om deze vraag te beantwoorden, maar laat ik vooropstellen dat ik de zorgen terecht vind. Grote delen van de samenleving hebben het gevoel dat ze niet of nauwelijks profiteren van de maatschappelijke veranderingen die hebben plaatsgevonden. We hebben het

Je moet naar een systeem toe waarbij mensen de vrijheid hebben om banen te vinden die aantrekkelijk zijn en een hoger inkomen genereren omdat ze productiever zijn.

feitelijk over technologische veranderingen, zoals die historisch gezien wel vaker tot structurele veranderingen hebben geleid. Er is veel aandacht voor het verdwijnen van banen in de industrie, maar dat is zeker niet de enige sector die is geraakt. Bij banken zijn tal van administratieve functies verdwenen en ook in de detailhandel is sprake van een omwenteling. Die hebben niets of weinig met globalisering te maken.

China of immigranten de schuld geven, is daarom te simpel. Dat komt alleen al door de fasering van de problemen. Als je naar de Verenigde Staten kijkt, dan zie je dat de situatie voor de industriële middenklasse sinds begin jaren tachtig verslechterde. Dat was ruim voordat China een factor van betekenis werd. Ook immigratie werd destijds nog niet als een probleem beschouwd.

De problemen voor de traditionele arbeider in de Amerikaanse industrie werden niet veroorzaakt door lage lonen in China of goedkope arbeid uit Mexico, maar waren het gevolg van automatisering. Het werk was simpelweg niet meer rendabel. Het gaat erom dat te accepteren. Niemand wil terug naar het werk aan de lopende band van de jaren zestig en zeventig.'

Wat is het alternatief?

'Mensen moeten op zoek naar activiteiten die productiever zijn. Er zijn tal van landen waar dat wel is gebeurd. Neem Noorwegen, het land waar ik in de jaren zeventig en tachtig opgroeide. Daar is sprake geweest van een omschakeling naar activiteiten met een hogere productiviteit en met een hogere beloning als gevolg. Sommige mensen denken dat dit allemaal met olie-inkomsten is gefinancierd, maar in Zweden en andere Scandinavische landen is een vergelijkbare omschakeling gaande. Dat gebeurt niet van de ene op de andere dag. Het is de taak van de overheid om die verandering in goede banen te leiden. Dat is in veel landen, waaronder de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, niet gebeurd. Dat is de reden voor de massale maatschappelijke onvrede. Maar er is geen enkel excuus om de problemen nu niet aan te pakken.'

In zijn algemeenheid betekent het dat activiteiten minder via het aangaan van schuld worden gefinancierd en meer via het creëren van eigen vermogen. Dat moet toch iets zijn dat institutionele beleggers aanspreekt.

Hoe zouden de problemen die u schetst, nu moeten worden aangepakt?

'Het gaat natuurlijk om een pakket van maatregelen. Laten we beginnen bij de arbeidsmarkt. Zowel het open Angelsaksische model als het meer gesloten model van veel Zuid-Europese landen vertoont problemen. De lage minimumlonen in bijvoorbeeld de Verenigde Staten zorgen ervoor dat mensen werk blijven doen dat gemakkelijk door machines kan worden gedaan. Er zijn nog steeds bedrijven waar auto's met de hand worden gewassen. Dat gebeurde in Noorwegen in de jaren zeventig al niet meer. Maar ook de machtige positie van vakbonden in Zuid-Europese landen zorgt ervoor dat mensen gevangen zitten in hun baan. Je moet naar een systeem toe waarbij mensen de vrijheid hebben om banen te vinden die aantrekkelijk zijn en een hoger inkomen genereren omdat ze productiever zijn.

Ik denk dat het cruciaal is om de risico's waarmee veel werknemers te maken hebben, voor een deel weg te nemen. Veel mensen kunnen het zich niet veroorloven om een cursus te volgen of het contract dat hen wordt aangeboden door de werkgever te weigeren. Ze hebben het loon immers nodig om hun lopende uitgaven te financieren. Deze mensen zitten klem. Het verhogen van het minimuminkomen helpt, maar ik denk dat men verder moet gaan. De introductie van een basisinkomen kan ervoor zorgen dat mensen meer vrijheid hebben om zichzelf bij te scholen en geschikt te maken voor de arbeidsmarkt. Hervreiding blijft van belang, maar het gaat erom mensen de ruimte te geven hun eigen mogelijkheden te benutten.'

Dat klinkt duur. Wie gaat dat betalen?

'Dat kan in de vorm van een negatieve inkomstenbelasting. Dat wil zeggen dat mensen een bijdrage krijgen van de belastingdienst als hun inkomen onder een bepaalde grens blijft. Maar er is een grotere omschakeling van het belastingstelsel nodig om dit te financieren. Zelf denk ik aan een systeem met een vorm van vermogensbelasting. Deze zou de plaats kunnen innemen van dividendbelasting of vennootschapsbelasting. Door een vast tarief bij vermogensbelasting te hanteren, stimuleer je activiteiten die productiever zijn. Het staat iemand vrij om zijn vermogen te gebruiken voor het kopen van luxe goederen, maar het

belastingstelsel zoals ik dat voor ogen heb, stimuleert het investeren van vermogen voor productievere doeleinden. Dat is in het belang van de samenleving als geheel.'

Het kan ook leiden tot hogere begrotingstekorten. En dat terwijl landen zich toch al massaal in de schulden steken. Is dat geen probleem?

'Dit zijn bijzondere tijden. In tal van landen kiezen regeringen voor steunmaatregelen die tot voor kort onvoorstelbaar leken. De manier waarop wordt ingegrepen in de economie, kent nauwelijks precedentes, zeker niet in vreedstijd. En dan hebben we het nog niet eens over het instellen van een uitgaansverbod.



Foto: Archief Martin Sandbu

CV

2020	Boek 'The Economics of Belonging';
2015	Boek 'The Orphan of Europe';
2011	Boek 'Just Business';
2009-nu	Commentator, Financial Times;
2005-2009	Lecturer, Columbia University;
2003	Postdoctoraal Onderzoek, Columbia University;
1998-2003	Doctoraal Economie, Harvard University;
1995-1998	Studie Politics, Philosophy & Economics, University of Oxford;
1975	Geboren in Oslo.

Ik denk dat de maatregelen terecht zijn. Dat wil niet zeggen dat ik het probleem van de groeiende schulden niet onderken. Dat is een probleem dat de wereld al langer in zijn greep houdt. Ik denk dat er twee manieren zijn om het groeiende schuldenprobleem aan te pakken. Aan de ene kant moeten er maatregelen komen om het gebruik van eigen vermogen om activiteiten mee te financieren, te stimuleren. Waarom is rente op schulden aftrekbaar van de belasting en wordt dividend uitgekeerd nadat belasting is betaald? De grootste problemen van de afgelopen jaren ontstonden toen kredietbubbels openbarstten. Dat geldt voor de kredietcrisis en voor de eurocrisis. Kredietbubbels zijn veel funester dan bubbels op aandelenmarkten. En toch wordt het aangaan van schulden massaal gefaciliteerd. Dat moet veranderen.'

U had het over twee manieren om het schuldenprobleem aan te pakken.

'Ja, de andere manier is om een methodiek te vinden waarmee schuldenproblemen eenvoudiger kunnen worden opgelost. Er moet een soort van faillissementsprocedure komen voor schulden. Als banken of bedrijven in de problemen komen, moet een deel van de schuld worden kwijtgescholden. Dat is geen radicaal idee. In de eerste Babylonische geschriften werd hier al over gesproken.

In zijn algemeenheid betekent het dat activiteiten minder via het aangaan van schuld worden gefinancierd en meer via het creëren van eigen vermogen. Dat moet toch iets zijn dat institutionele beleggers aanspreekt.'

Betekent dat het einde van de financiële sector?

'Nee hoor. Het is mogelijk dat de financiële sector zal krimpen. Schuld heeft nu eenmaal het karakter dat het vrijwel eindeloos kan worden opgedeeld en doorverkocht. Maar de financiële sector zal een groeiende rol krijgen als intermediair bij het verdelen van eigen vermogen. Het kan al met al leiden tot een economie die zowel stabiel is als meer gericht op activiteiten met een hogere productiviteit.'

U heeft het eerder gehad over de manier waarop regeringen reageren op de coronapandemie. Ziet u ook tekenen dat de eerder geadresseerde onderliggende problemen in de economie worden aangepakt?

'Ik woon en werk in Londen. Hoewel ik mensen waarschuw om de woorden van premier Boris Johnson niet te geloven, zie ik ook dat hij de problemen van het deel van het Verenigd

De introductie van een basisinkomen kan ervoor zorgen dat mensen meer vrijheid hebben om zichzelf bij te scholen en geschikt te maken voor de arbeidsmarkt.

Mensen moeten op zoek naar activiteiten die productiever zijn. Het is de taak van de overheid om die verandering in goede banen te leiden.

Koninkrijk dat achtergebleven is of vergeten is, serieus neemt. Hij is voorstander van investeringen in infrastructurele verbeteringen. Die zijn noodzakelijk, maar het is niet voldoende. Verderstreckende maatregelen zijn noodzakelijk. De voorstellen die ik doe klinken radicaal, maar ze zijn feitelijk niet anders dan wat de Amerikaanse president Roosevelt in de jaren dertig introduceerde. Het ging indertijd om een onvoorstelbare interventie in de arbeidsmarkt en de financiële sector en om massale overheidsinvesteringen. Dat is het ambitieniveau dat regeringen ook vandaag de dag weer zouden moeten omarmen. De tijden zijn er rijp voor. Ik houd mijn hart vast voor de Amerikaanse verkiezingen in november. De Amerikaanse president Donald Trump heeft juist voeding gegeven aan het gevoel van onrust. Daardoor zaait hij meer verdeeldheid. Bovendien zijn er geen pogingen gedaan om de onderliggende problemen aan te pakken.'

De Britse premier Boris Johnson sprak recent over een 'Rooseveltiaanse' benadering. Misschien is er hoop?

'Ik kan alleen maar constateren dat de huidige plannen van de Britse regering niet in de buurt komen van de radicale politieke besluiten die Roosevelt indertijd doorvoerde. Maar het is in ieder geval een goed teken dat het juiste voorbeeld wordt gekozen. Het zijn onzekere tijden. De situatie is ernstiger dan bij de kredietcrisis. Toen werd aanvankelijk ook een stimuleringsbeleid gevoerd, maar al snel werd teruggevallen op de oude vertrouwde bezuinigingsretoriek.

Kiezers zullen de huidige politieke leiders afrekenen op de manier waarop wordt gereageerd op de coronacrisis. Dat geldt voor de Amerikaanse president in november en voor andere regeringen in de komende jaren. Alleen echte ambitie zal worden beloofd.' «

Globalisering ten onrechte zondebok voor maatschappelijke problemen;

Basisinkomen noodzakelijk om onzekerheid arbeidsmarkt aan te pakken;

Economische activiteiten bij voorkeur met eigen vermogen financieren.

Toegroeien naar het nieuwe stelsel

DOOR LIES VAN RIJSSEN

‘Het gaat om meer dan communicatie. Wat fondsen straks te doen staat met het nieuwe pensioencontract, is de deelnemer goed te begeleiden,’ aldus José Meijer, Voorzitter ad interim van het bestuur van de Pensioenfederatie en Commissaris bij APG. Financial Investigator sprak met deze ervaren pensioenbestuurder.

‘Natuurlijk kent het nieuwe pensioencontract nog punten die nader uitgewerkt moeten worden, maar het allerbelangrijkste is dat de contouren van het nieuwe stelsel nu staan. De Pensioenfederatie is daar oprecht opgelucht over. Het betekent dat we, na een periode van schijnbare stilstand door tien jaar werken aan het nieuwe contract, nu echt op volle kracht vooruit kunnen. Wat nog uitgewerkt moet worden, is bijvoorbeeld het hele wetgevingstraject. En hoe we ‘van nu naar 2026’ moeten komen: de transitieperiode of het ‘ingroeipad’. De Hoofdlijnennotitie geeft niet aan hoe dat moet. We gaan hierover in gesprek met onze achterban en natuurlijk met het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Belangrijk voor pensioenfondsen is dat snel duidelijk wordt aan welke rekenregels ze zich tot 2026 te houden hebben en of ze al kunnen inzien waar deze regels naartoe gaan. Ook over het ‘invaren’ moet nog veel worden afgesproken.

De Pensioenfederatie herhaalt dat ze bij de uitwerking van de nog openstaande punten veel nadrukkelijker betrokken wil worden dan bij het ontwerp van het nieuwe contract. We waren daarbij vooral vanuit een adviesrol, dus meer ondersteunend, betrokken. Nu markeren we een nieuwe fase. Ons vertrekpunt is dat de pensioenfondsen nu vooral zelf aan zet zijn. Zij moeten de contouren concreet invullen en doorgaan met nadenken over de daadwerkelijke uitvoering van het nieuwe contract. Hoe kan die uitvoering zo evenwichtig mogelijk gebeuren? We zullen hiervoor de komende periode veel aandacht vragen, in het verlengde van de uitvoeringstoets die onze commissie ‘Nieuw pensioencontract’ vóór de zomer heeft uitgebracht. Behalve aan de uitvoerbaarheid gaan we ook veel aandacht besteden aan de uitlegbaarheid van het nieuwe contract. Dat gaat om meer dan communicatie. Wij moeten allereerst met elkaar scherp krijgen wat de deelnemer precies wil (en moet) weten over het nieuwe contract. Daar is de afgelopen tijd al veel onderzoek naar gedaan en dat zetten we voort, met onze leden in de hoofdrol. Zij kennen hun deelnemers. Zo zal duidelijk worden wat richtinggevend wordt voor de



Foto: Archief APG

CV

2020-nu	Pensioenfederatie, Voorzitter a.i.;
2020-nu	APG, Lid Raad van Commissarissen;
2016-2020	Stichting COOP Pensioenfonds, Voorzitter;
2013-2020	Pensioenfonds ABP, Vice Voorzitter;
2012-2015	A&O fonds Gemeenten, Bestuurder;
2008-2013	Arbeidsmarkt en Opleidingsfonds Sociale Werkvoorziening, Voorzitter;
2007-2013	Pensioenfonds PWRI, Voorzitter/Secretaris;
2006-2013	Stichting Land van Home, Vice Voorzitter Raad van Toezicht;
1988-nu	FNV, Bestuurder (pensioenen vanaf 2015);
1981-1998	Consultatiebureau Alcohol en Drugs, Coördinator drugshulpverlening.

communicatie
pensioenfondsen
deelnemer
solidariteit
APG
diversiteit
rekenregels
Pensioenfederatie
pensioencontract
uitvoerbaarheid
pensioensector
uitlegbaarheid

Afbeelding: Woordwolkn.nl

informatie aan en communicatie met deelnemers. Het oude stelsel was heel moeilijk uitlegbaar geworden vanwege alle pensioentechniek. Het nieuwe contract is beter uitlegbaar en zit minder ingewikkeld in elkaar. De suggestie dat een pensioenuitkering in het nieuwe systeem per definitie jaarlijks schommelingen gaat doormaken, moeten we kunnen tackelen door goede en gerichte informatie. De kern van het nieuwe contract moet deelnemers heel goed uitgelegd worden, zodat zij meer zicht krijgen op de werking van de pensioenpremie in combinatie met de beleggingen voor hun pensioenresultaat. Dat basismechanisme is redelijk eenvoudig, omdat we minder last hebben van ingewikkelde rekenregels. Maar het wordt weer wat complexer als je ook duidelijk wilt maken dat collectiviteit en solidariteit ook in het nieuwe

Diversiteit blijft een aandachtspunt in de pensioensector. Je hoeft diversiteit niet te beperken tot de juiste getalsverhoudingen in het bestuur tussen mannen en vrouwen en tussen jongeren en ouderen, waartoe de diversiteitsnormen in de Code Pensioenfondsen oproepen.

contract zijn ingebouwd. Zijn we straks eindelijk af van de rekenrente, krijgen we te maken met een solidariteitsreserve en een projectierendement? Vertrouwen in het stelsel vergroten is een van de kerntaken van de Pensioenfederatie en haar leden. Daarbij hoort helderheid scheppen over wat deelnemers kunnen verwachten. Omdat het vertrouwen in pensioenen al enige tijd niet zo groot is, hebben we hier nog een forse slag te slaan.

Mogelijk gaan pensioenregelingen in de toekomst meer op elkaar lijken, al hoeft dat geen rechtstreeks gevolg van het nieuwe contract te zijn. Maar straks hebben we natuurlijk geen dekkingsgraad meer en dat zou consolideren kunnen vereenvoudigen. Alle regelingen worden straks ook premiereregelingen, behalve daar waar men ervoor kiest om in het oude stelsel te blijven. Uit onderzoek dat we hebben laten doen, blijkt overigens dat er ook binnen het nieuwe contract verschillen tussen fondsen zullen blijven. De wensen van sociale partners kunnen ook verschillend zijn. De basis is gelijk, maar de uitwerking hoeft dat niet te zijn. Onze organisatie hecht eraan dat verscheidenheid in de sector mogelijk blijft en dat ook in het nieuwe stelsel ruimte voor maatwerk blijft bestaan.

Enorm belangrijk voor ons blijft verder hoe we als pensioensector kunnen afkomen van het beeld dat we vooral veel praten met elkaar, maar tot niks komen. Gelukkig is er nu dan het nieuwe pensioencontract. Dat kan opnieuw momentum geven om duidelijk te maken wat we waard zijn. Dat momentum moeten we gebruiken. De komende tijd willen we met nadruk aandacht geven aan kernvragen als 'hoe komen fonds en deelnemer dicht bij elkaar?' en 'hoe krijgen deelnemers meer zicht op en inzicht in de waarde van pensioen?' Het gaat erom hoe pensioenfondsen hun deelnemers beter kunnen begeleiden. We moeten daarvoor scherp krijgen wat 'advies' in het nieuwe stelsel inhoudt, hoe ver we daarin mogen en willen gaan en wat onze zorgambitie is.

We zullen ook samen met een aantal pensioenfondsen het onderzoek voortzetten naar een pensioenvoorziening in de tweede pijler voor alle werkenden; dus ook voor zzp'ers. We hopen voldoende aanknopingspunten te vinden om een voorstel uit te werken dat past bij deze doelgroep.

Verder gaan we door om het belang en de impact van verantwoord beleggen door pensioenfondsen voor het voetlicht te brengen. Europa drukt erg op nadere regelgeving die de leidraad zal worden voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. De Pensioenfederatie heeft dus nog wel wat werk te verzetten om alle fondsen daarop aangesloten te krijgen.

De aansluiting tussen wat onze leden van ons verwachten en hoe wij daar zo goed mogelijk invulling aan geven,

bepaalt hoe ons werk eruitziet. Na aardig wat personele wisselingen hebben we als bestuur en als bureau onze formatie nu weer aardig op orde. We zijn op weg naar een Pensioenfederatie 2.0. Natuurlijk onder voortdurende afstemming met onze leden. Work in progress dus. Maar een goed functionerende federatie met een goed bestuur is altijd aan ontwikkeling onderhevig.

Diversiteit blijft een aandachtspunt in de pensioensector. Je hoeft diversiteit niet te beperken tot de juiste getalsverhoudingen in het bestuur tussen mannen en vrouwen en tussen jongeren en ouderen, waartoe de diversiteitsnormen in de Code Pensioenfondsen oproepen. Binnen besturen en de verschillende fondsgremia kunnen de uiteenlopende achtergronden van mensen ook bijdragen aan diversiteit. Wat mensen aan ervaring meebrengen vanuit een andere achtergrond dan de pensioenen, verbreedt de blik. Die aanvullende ervaringen kunnen werkgerelateerd zijn of bijvoorbeeld te maken hebben met etniciteit of met de familie waarin iemand is opgegroeid. We zijn op dit moment nog geen voorstander van wetgeving om diversiteit te realiseren door het opleggen van quota. We hopen dat de Monitoringcommissie Code Pensioenfondsen in haar komende rapportage over 2019 redenen heeft om het weinig optimistische beeld over de diversiteit in de pensioensector uit 2018 in positieve zin bij te stellen. Pensioenfondsen hebben het actieplan van de Pensioenfederatie en de Stichting van de Arbeid 'in uitvoering'.

Wat blijft is dat de Code van de fondsen zelf is en dat je niet om je eigen normen heen kunt. Dus blijft het vanzelfsprekend dat wij onze leden aanspreken als het hen onvoldoende lukt om eigen normen na te leven, ook als dit een zaak van lange adem is. De vraagstukken waar wij als pensioensector voor staan, vragen om diversiteit. De wereld om ons heen is divers en verandert voortdurend. Kijk bijvoorbeeld naar de ontwikkeling en het gebruik van digitale communicatiemiddelen. Het is een gegeven dat een deel van de samenleving zich volledig online oriënteert bij het vergaren van informatie, om te communiceren en om te consumeren. Je hebt mensen nodig die op die ontwikkelingen zijn aangesloten en anderen erop kunnen attenderen hoe staand beleid hierop aangepast kan worden. Dit is maar één voorbeeld.

Je kunt overigens ook op andere manieren dan alleen via bestuursdeelname diversiteit inbrengen in je organisatie. Je kunt bijvoorbeeld kennisgroepen organiseren en/of kennis

Werken in de pensioenwereld is veel dynamischer dan de buitenwereld denkt en de maatschappelijke impact is groot.

Enorm belangrijk voor ons blijft hoe we als pensioensector kunnen afkomen van het beeld dat we vooral veel praten met elkaar, maar tot niks komen.

van buiten naar binnen halen in themasessies en bijeenkomsten. Je hoeft dat niet te beperken tot binnen je besturen. Maar dat betekent zeker niet dat we het streven naar diversiteit binnen besturen kunnen loslaten.

Hoe leuk is het dan niet dat een groep jonge pensioenfondsbestuurders zich heeft georganiseerd en bij de Pensioenfederatie heeft aangeklopt? Als 'jonge bestuurders' delen zij opvallende punten uit hun bestuurlijke ervaring met ons. Ze lopen soms tegen ingesleten patronen aan die hen weinig zeggen. Ze zien bij sommige al langer zittende bestuurders soms een houding van: 'wij weten hoe het zit, want wij doen dit al zo lang.' Maar ze willen vooral vanuit hun specifieke ervaringen iets betekenen voor de pensioensector. Wij omarmen zulke initiatieven.

Werken in de pensioenwereld is veel dynamischer dan de buitenwereld denkt en de maatschappelijke impact is groot. En zeker, natuurlijk is er ook leven naast de pensioenen. Ik heb een grote familie; het familieleven vult mijn weekenden vaak grotendeels. Verder ben ik momenteel op zoek naar een hond, een maatje waarmee ook mijn man, die met de nodige gezondheidsklachten kampt, goed op stap kan. Moet het een puppy worden die we zelf kunnen opvoeden of juist een wat ouder hondje dat al gesocialiseerd is? Kijk, dat zijn ook vragen die mij bezighouden. «

Bij de verdere uitwerking van het nieuwe pensioencontract ligt nu de belangrijke taak bij de fondsen om scherp te letten op uitvoerbaarheid en uitlegbaarheid;

Diversiteit blijft essentieel voor goed pensioenfondsbestuur;

Hoog op de agenda van de Pensioenfederatie staat:

- Communicatie over het nieuwe pensioencontract en welke begeleiding pensioenfondsen hun deelnemers kunnen geven;
- Herstel van het vertrouwen in de pensioensector in de samenleving en de waarde van pensioen weer goed over het voetlicht krijgen;
- Een tweede pijler-pensioen voor alle werkenden;
- Anticiperen op aanvullende Europese regels voor verantwoord beleggen.

PENSIOENAKKOORD STELT HOGERE EISEN AAN FIDUCIAIRE VERANTWOORDELIJKHEID VAN PENSIOENFONDSEN

Door Wilfred Kevelam en Tim Barlage

In het nieuwe pensioenstelsel wordt de relatie tussen beleggingsrendementen en het uiteindelijke pensioen van de deelnemers directer en explicieter. In dit artikel beschrijven wij hoe de fiduciaire rol van pensioenfondsen hiermee nog belangrijker wordt en verkennen wij een aantal praktische uitdagingen.

PENSIOENAKKOORD EN FIDUCIAIRE ROL PENSIOENFONDSEN

Afgelopen zomer hebben het kabinet en sociale partners overeenstemming bereikt over de uitwerking van het pensioenakkoord uit 2019. Kenmerkend voor het nieuwe pensioenstelsel is dat de afhankelijkheid van de pensioenen van het beleggingsrendement verder is geëxpliciteerd. Dit is ons inziens ook logisch, omdat pensioenen thans vooral gefinancierd worden vanuit de beleggingsrendementen en veel minder vanuit de ingelegde premies.

Omdat de pensioenen in het nieuwe stelsel meeademen met de beleggingsrendementen, wordt de fiduciaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsen nog belangrijker. Met deze verantwoordelijkheid bedoelen we dat pensioenfondsen de aan hen toevertrouwde middelen als een goed huisvader moeten beleggen, omdat zij dit niet voor eigen rekening doen, maar voor die van de deelnemers. Alhoewel dit natuurlijk ook in het huidige stelsel van pensioenfondsen wordt vereist, neemt het belang van de fiduciaire verantwoordelijkheid toe, gezien de directe relatie tussen de behaalde beleggingsrendementen en het uiteindelijke pensioen van deelnemers. Deze directe relatie is in het huidige stelsel in mindere mate aanwezig, aangezien nu nog de pensioenaanspraken ten principale leidend zijn voor de pensioenopbouw.

Invulling geven aan de hernieuwde fiduciaire rol van pensioenfondsen is echter geen sinecure. Van pensioenfondsbestuurders wordt onder meer gevraagd om een risicohouding vast te stellen en een hierop afgestemd beleggingsbeleid per leeftijdscohort. Zij moeten rekenregels opstellen over hoe het beschermingsrendement en overrendement worden bepaald en toegerekend. Ook moeten zij binnen de wettelijke kaders bepalen wat

de beoogde omvang is van de solidariteitsreserve (buffer voor het delen van risico's), op welke wijze deze wordt gevuld en wat de regels zijn voor het onttrekken aan de reserve.

Met al deze vraagstukken neemt de complexiteit voor bestuurders op dit domein toe. Natuurlijk moeten pensioenfondsen nu ook al veel beleggingsbeslissingen nemen, maar de mate van differentiatie binnen een fonds en het evenwichtig afwegen van de belangen van alle deelnemersgroepen vraagt veel van de specifieke kennis en deskundigheid van bestuurders. Daar waar nodig zullen pensioenfondsen hun governance en de invulling hiervan moeten aanpassen. Het ligt volgens ons in de lijn der verwachting dat meer fondsen onafhankelijke bestuurders zullen aanstellen, met specifieke expertise op het gebied van vermogensbeheer en risicomanagement.

ADMINISTRatieve COMPLEXITEIT

Het nieuwe pensioencontract leidt niet alleen tot bestuurlijke vraagstukken, maar ook tot praktische uitdagingen. De huidige administratieve systemen van pensioenfondsen en hun uitvoeringsorganisaties zijn veelal niet ingesteld op



Foto's: Archief KPMG

Wilfred Kevelam

het nieuwe pensioencontract waarbij persoonlijke vermogens geadmistreerd moeten worden. Deze systemen zullen dus moeten worden aangepast.

Wij voorzien dat vooral uitvoeringsorganisaties die zich richten op uitkeringsregelingen, al dan niet in combinatie met de aanwezigheid van legacy-systemen, op korte termijn aan de slag moeten om hun systemen aan te passen. Onze ervaring leert dat een robuuste en beheerste overgang van beleggingssystemen al snel enkele jaren vergt. De mogelijke afhankelijkheid van softwareleveranciers is hierbij een complicerende factor.

Vanzelfsprekend geldt dat de te maken keuzes bij de invulling van het nieuwe pensioencontract uiteindelijk een belangrijke invloed hebben op de administratieve complexiteit. Indien fondsen er bijvoorbeeld voor kiezen om oude pensioenrechten niet in te varen in het nieuwe pensioencontract, moeten er twee separate administraties in stand worden gehouden. Dit zorgt uiteraard voor een hogere administratieve druk en bijbehorende kosten. De uitvoerbaarheid zal ons inziens dan ook een belangrijke factor moeten zijn bij de bepaling van het nieuwe pensioencontract door sociale partners, pensioenfondsen en uitvoeringsorganisaties.

ZORGVULDIGE COMMUNICATIE

Wij benadrukken de noodzaak voor pensioenfondsen om tijdig na te denken over een goede en zorgvuldige communicatie naar de deelnemers. Dit geldt allereerst ten aanzien van de transitie naar een nieuw stelsel. Pensioenuitvoerders worden verplicht voor deze transitie een implementatieplan op te stellen. Daarin dient expliciet aandacht te worden besteed aan de technische uitvoerbaarheid, aan de kosten en de risico's in de uitvoering van de regeling, en aan een evenwichtige belangenafweging. Hoewel uitlegbaarheid een belangrijk criterium is geweest voor de uitwerking van het pensioenakkoord, blijft de materie ingewikkeld. Het past daarom bij de fiduciaire rol van pensioenfondsen dat zij uitleggen welke keuzes ze moeten maken om te komen tot een nieuw pensioencontract en dat zij transparant zijn over de gevolgen voor deelnemers.

Ook na de transitiefase blijft een zorgvuldige communicatie van vitaal belang. Pensioenfondsen moeten op basis van het projectierendement betrouwbare verwachtingen kunnen schetsen wat betreft het uiteindelijke pensioen en inzicht geven in de onzekerheden die hiermee samenhangen. Omdat het nieuwe pensioenstelsel individueel is ingericht, met meer persoonlijke keuzevrijheid, neemt ook de zorgplicht van pensioen-



Tim Barlage

fondsen toe om hun deelnemers goed te informeren. Een goed voorbeeld hiervan is de keuze die deelnemers kunnen maken om 10% van hun pensioenvermogen op pensioendatum in één keer te laten uitkeren. De AFM heeft dan ook nadrukkelijk aandacht gevraagd voor de versteviging en concretisering van de zorgplicht door pensioenfondsen.

CONCLUSIE

In deze bijdrage hebben wij betoogd dat het pensioenakkoord hogere eisen stelt aan de fiduciaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsen, aangezien de relatie tussen vermogensbeheer (en behaald rendement) en hoogte van het pensioen directer en explicieter wordt dan in het huidige stelsel. Hieraan voldoen is zeker geen eenvoudige opgave, door de complexe beleggingsvraagstukken, de hoge eisen die worden gesteld aan de administratieve systemen, de mogelijke afhankelijkheid van externe partijen en de noodzaak tot begrijpelijke en zorgvuldige communicatie richting deelnemers. Er zal dus een beroep worden gedaan op het verandervermogen van pensioenfondsen en hun bestuurders. «

Samenvatting nieuw pensioenstelsel

- Het nieuwe pensioenstelsel moet uiterlijk 1 januari 2026 in werking treden;
- Er komen twee pensioenregelingen: de bestaande premieregeling – die op onderdelen wordt aangepast – en het nieuwe pensioencontract;
- Pensioenpremies worden door het pensioenfonds collectief belegd. Jaarlijks wordt het collectief behaalde beleggingsresultaat vastgesteld en toegerekend aan de individuele deelnemers op basis van een vooraf gedefinieerde risicohouding per deelnemersgroep;
- Het beleggingsrendement bestaat uit het beschermingsrendement om renteschokken op te vangen en het overrendement als vergoeding voor het dragen van beleggingsrisico;
- Deelnemers krijgen geen pensioenaanspraken meer toegekend, maar bouwen een persoonlijk voor de uitkering gereserveerd vermogen op;
- Na de pensioendatum wordt periodiek een deel uit het gereserveerde vermogen gebruikt ten behoeve van de pensioenuitkering, gebaseerd op een prudent projectierendement;
- Om van het huidige naar het nieuwe pensioenstelsel te komen, dienen werkgevers en pensioenuitvoerders een transitieplan en een implementatieplan op te stellen.

Dit artikel is geschreven door Wilfred Kevelam RA, Partner bij KPMG Accountants en verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen, en Tim Barlage, Director bij KPMG Advisory.

VOORZITTER:

Reinier Mijsberg, *Magelhaen Projects*

DEELNEMERS:

Frank van Blokland, *IVBN*

Jaap van der Bijl, *Altera Vastgoed*

Maarten Frouws, *Fidelity International*

Raymond Jacobs, *Franklin Templeton*

Charlotte Jacques, *Schroders*

Bas Jochims, *Bouwinvest*

Thierry Laquitaine, *AEW (onderdeel van Natixis Investment Managers)*

Robert-Jan Tel, *AuxiSolid / Retport Consultants*

Foto: Archief Financial Investigator



VASTGOED KAN ZORGEN VOOR IMPACT ÉN PERFORMANCE

Door Hans Amesz

Covid-19 biedt nieuwe kansen voor ESG in vastgoed. Er zal immers ongetwijfeld een herstelplan komen en daarin zullen uiteraard groene voorwaarden komen te staan. Vastgoedbeleggers moeten daarom nadenken over hoe ze met hun investeringen kunnen bijdragen aan een comfortabele, veilige en gezonde leefomgeving.



Hoever zijn pensioenfondsen, andere institutionele beleggers en fondsbeheerders gevorderd wat betreft de impact van beleggingen en ESG in vastgoed?

Charlotte Jacques: 'Het is interessant om te zien hoe de opvattingen van beleggers over duurzaamheid – en daarmee ook de toepassing ervan in de beleggingsportefeuilles – de afgelopen jaren veranderd zijn. Er bestaat nog steeds een grote variatie in de houding van beleggers ten aanzien van duurzaamheid. Dat blijkt wel uit hun vragen. Sommige willen weten hoe ze met de informatie over duurzaamheid moeten omgaan in hun portefeuilles, andere hebben zeer gedetailleerde vragen over CO₂. Er zijn heel veel verschillende niveaus van begrip en waardering als het gaat om ESG, duurzaamheid, verantwoord beleggen en impactbeleggen.'

Daarnaast zijn er natuurlijk ook nog veel detailkwesties waar we wel of geen vooruitgang zien, bijvoorbeeld met betrekking tot energie en klimaatverandering. Al met al staan we voor een grote uitdaging bij het beheren van een steeds breder scala aan issues en verfijningen.'

Robert-Jan Tel: 'Bij de Nederlandse pensioenfondsen zien we een enorme variatie in de benadering van vastgoedbeleggingen en impactinvesteringen. De grotere pensioenfondsen beschikken over middelen om hun eigen duurzaamheidsbeleid te ontwikkelen; zij hoeven zich niet te laten leiden door fiduciaire managers. Er is zeker vooruitgang geboekt, bijvoorbeeld in het terugbrengen van de CO₂-uitstoot. Maar vooral aan de impactkant bestaat nog grote onduidelijkheid, waar veel bedrijven mee worstelen.'

> **Reinier Mijsberg** is sinds 2019 zelfstandig Consultant Vastgoed. Daarvoor werkte hij als Senior Consultant bij Sweco Capital Consultants. Mijsberg begon zijn loopbaan in de financiële sector bij onder meer Generale Bank en Westland Utrecht Bank. Daarna was hij meer dan 15 jaar werkzaam bij een single family office in diverse rollen, waaronder als belegger, in welke functie hij zich bezighield met het opbouwen van een vastgoedportefeuille, als financier en als ontwikkelaar. Vanaf 2012 werkte hij als ondernemer in de financiële sector en vastgoedsector bij onder meer Blauwhoed en ING.



Foto: Mark van den Brink photography



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

Jaap van der Bijl: ‘Nederlandse institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, zijn vaak koplopers op het gebied van duurzaamheid als het om aandelen en obligaties gaat. Wat betreft vastgoed is er een minder eenduidig beeld: tussen de verschillende pensioenfondsen bestaan uiteenlopende opvattingen. Ik denk dat er een rol is weggelegd voor ons als vastgoedmanagers, fiduciair managers en adviseurs om meer inzicht te bieden aan beleggers in de impact die gemaakt wordt op social en governance-vlak. De afgelopen jaren is er vooruitgang geboekt op het gebied van energie-efficiëntie, de uitstoot van broeikasgassen, benchmarking, initiatieven ter beperking van klimaatverandering en de betrokkenheid van huurders.’

Bas Jochims: ‘Nederlandse pensioenfondsen zijn inderdaad echte voorlopers als het gaat om ESG, zowel met betrekking tot het uitvoeren van beleid als met het stellen van specifieke doelen. De verschillende pensioenfondsen hebben natuurlijk ook verschillende prioriteiten. Wij doen als vastgoedbelegger datgene waar we direct invloed op hebben. Dat is het beperken van de CO₂-uitstoot. Dit doen we door onze gebouwen te voorzien van hernieuwbare energiebronnen en door te sturen op energiereductie. Onze stip aan de horizon is daarbij dat wij voor 2045 ‘Paris Proof’-vastgoedportefeuilles willen hebben. Dit betekent dat de gebouwen dan bijna energieneutraal en aardgasvrij zijn. Paris Proof biedt ons een heel concrete meetlat voor gebouwen. Hiermee zijn we in staat om een heldere routekaart op te stellen voor het verduurzamen van de portefeuille. Zo weten we wat ons te doen staat de komende

Vaak wordt gedacht dat impactbeleggen gepaard gaat met het inleveren van performance. Wij denken dat dit een mythe is en hebben laten zien dat je met een goede strategie zowel impact als marktperformance kunt leveren.

vijftientig jaar. Met de routekaarten kunnen we de noodzakelijke samenwerking opzoeken en de kosten beheersen. Dit is heel concreet en wordt door onze aandeelhouders gewaardeerd. Maar aanvullend is er ook maatwerk mogelijk voor onze klanten bij specifieke wensen. Onze grootste klant is een pensioenfonds voor bouwvakkers, dat veiligheid op de bouwplaats van het grootste belang acht. Die veiligheid is een van de aandachtspunten in het zogenaamde Bewuste Bouwers-certificaat, waarmee wij concrete doelstellingen hebben geformuleerd voor onze ontwikkellocaties. Zo kun je dus echt bijdragen aan specifieke doelstellingen van pensioenfondsen.’

Raymond Jacobs: ‘Vaak wordt gedacht dat impactbeleggen gepaard gaat met het inleveren van performance. Wij denken dat dit een mythe is en hebben laten zien dat je met een goede strategie zowel impact als marktperformance kunt leveren. Er is inderdaad veel meer inzicht in impactbeleggen ontstaan. Nederland en de Scandinavische landen lopen nog steeds voorop als het om impactbeleggen gaat, maar bijvoorbeeld in Canada en Australië zijn impactbeleggen en duurzaam beleggen in het algemeen behoorlijk toegenomen.’

Maarten Frouws: ‘Wij zien steeds meer focus en nadruk op ESG tijdens due diligence-onderzoeken, wat een goede ontwikkeling is. De sector heeft al grote stappen gezet als het gaat om het milieu, maar de S van ‘social’ blijft moeilijk meetbaar. Wij hebben nu werkgroepen opgezet die alle aspecten van ESG doorgronden, simpelweg omdat het hebben van een ESG-beleid niet genoeg is. ESG moet ingebed zijn binnen de hele organisatie: een organisatiebreed bewustzijn is essentieel om uiteindelijk tot echte ESG- en impactbeleggingen te komen.’

Thierry Laquitaine: ‘Pensioenfondsen, vooral in Nederland, zijn op het gebied van ESG zeer geavanceerd. En ze zijn proactief. Ze wachten niet tot asset managers instrumenten of acties voorstellen; ze beschikken over interne expertise en ontwikkelen hun eigen tools. In sommige landen bestaan pensioenspaarsystemen met wettelijke vereisten voor ESG-fondsen.’

Met betrekking tot ESG komen er steeds nieuwe indicatoren bij, onder andere voor gezondheid en welzijn. Zo ook voor klimaatrisico's, die echt een grote zorg zijn voor de financiële sector. En uiteraard voor de uitstoot van broeikasgassen, die de belangrijkste indicator voor de ESG-sector aan het worden is.'

Frank van Blokland: 'Vanuit ons perspectief is een van de belangrijkste redenen om zoveel aandacht voor duurzaamheid te hebben, dat we in Nederland een klimaatakkoord voor de gebouwde omgeving hebben gesloten. Niet alleen zijn pensioenfondsen oprecht geïnteresseerd in het verduurzamen van hun vastgoed, de maatschappij waarin we leven stelt het verplicht om daar veel aan te doen.'

Welke impact zal een neergang van de economie hebben op de ontwikkeling van impactstrategieën in vastgoed?

Jacobs: 'Vastgoed kan zeker een rol spelen bij het sterker maken van gemeenschappen en het beter omgaan met situaties zoals de coronapandemie. Vanuit dat oogpunt bestaan er dus kansen voor zowel beleggers als managers om duurzamere woonomgevingen aan te bieden. Aan de kant van de gezondheidszorg hebben we natuurlijk gezien dat er een grote behoefte was aan verbeteringen of aan zaken die er niet eens waren. Wij zijn bijvoorbeeld bezig om samen met een van onze beheerders een ziekenhuis in Italië uit te breiden als gevolg van de Covid-19-uitbraak. Ik denk dat er genoeg mogelijkheden zijn om te laten zien dat beleggen in een impactstrategie een goede manier is om de wereld een beetje te verbeteren en tegelijkertijd te zorgen voor rendement.'

Frouws: 'Niet alleen de coronapandemie, maar ook culturele revoluties rond bijvoorbeeld bewegingen als 'Black Lives Matter' zetten impact en ESG hoger op de agenda. Wij proberen onze huurders, waarvan sommige het in ieder geval op korte termijn moeilijk hebben, door de huidige lastige periode heen te helpen. Een investering in ESG op dit moment kan juist de kosten aan de huurderskant verlagen, wat leidt tot een win-winsituatie voor eigenaar en gebruiker.'



Jochims: 'Ik denk dat mensen, mede door de coronacrisis, de gezondheid(szorg) nu meer dan ooit waarderen. Wij zien kansen om daarin te investeren, bijvoorbeeld in zorgvastgoed, maar ook in gezonde woon-, werk- en leefomstandigheden. Voor veel bedrijven is overleven nu het belangrijkste, wat voorlopig leidt tot minder aandacht voor ESG bij veel huurders. Daar maak ik me wel enige zorgen over. Als langetermijnbelegger moet je door de crisis heen kijken, want de langetermijntrends waar we onze strategie op baseren, blijven gelijk. Daaronder valt ook de noodzakelijke verduurzaming van onze maatschappij. We hebben daarom ook de verklaring 'Dutch businesses endorse sustainability in Covid-19 recovery' ondertekend. Dat naast ons bedrijf nog zo'n 250 Nederlandse bedrijven tekenden, stemt me iets positiever. Alle ondertekenaars pleiten ervoor duurzaamheid mee te nemen in de herstelplannen nu de coronacrisis zich ontvouwt. Ook de Nederlandse overheid zal daar een belangrijke rol in moeten spelen.'

Van Blokland: 'Ik ben nogal pessimistisch over de gevolgen van Covid-19, met name voor het winkel- en kantoorvastgoed. Ik ben er niet van overtuigd dat we weer 'teruggaan naar normaal' als deze crisis misschien aan het einde van dit jaar voorbij is. Ik denk dat beleggers zich meer zullen richten op

> **Frank van Blokland** studeerde in 1983 cum laude af als economisch geograaf. Hij begon als bedrijvencontactfunctionaris bij de gemeente Stadskanaal en daarna bij de gemeente Groningen en het Bureau Bedrijfsleven. Later werd hij er Hoofd Economische Zaken. In 1993 werd hij Algemeen Secretaris van het NCW-Noord, later VNO-NCW Noord. In 1997 werd hij Secretaris Economische en Europese Zaken bij de Vereniging voor het Grootbedrijf in de Bouw te Zoetermeer. In mei 2002 is hij benoemd tot Directeur van de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland.



Foto: Archief IVBN



Foto: Archief Fidelity

> **Maarten Frouws** is sinds 2017 als Country Head eindverantwoordelijk voor het portefeuille-, investment- en assetmanagement van de directe vastgoedportefeuille van Fidelity International in Nederland. Frouws is na zijn Real Estate Master aan de Rijksuniversiteit Groningen zijn carrière begonnen bij Bouwfonds IM (Rabo Vastgoed Groep).

de kwaliteit van vastgoed dan dat ze zullen proberen ESG op een hoger niveau te krijgen.'

Van der Bijl: 'We gaan van crisis naar recessie en als er niets anders gebeurt, duurt het nog zeker drie jaar voor we eruit zijn. In de anderhalvemeter economie moeten we schakelen van de aanbodzijde (een duurzaam gebouw) naar de vraagzijde (een effectief gebruik van een duurzaam gebouw). We moeten onze focus verschuiven om beleggers, huurders en de samenleving vastgoed met een echt duurzame impact aan te bieden.'

Laquitaine: 'Covid-19 is een kans voor ESG in vastgoed, omdat er ongetwijfeld een herstelplan komt. Het slechte nieuws is dat we daar minder geld beschikbaar voor hebben en sommigen wellicht zullen denken dat ESG-beleggingen geen prioriteit hebben. Maar in het herstelplan staan groene voorwaarden. Denk bijvoorbeeld aan elektrische auto's en fietsen, aan energetische renovaties; een enorme kans voor het herstel van de algemene economie. Verder zal de coronacrisis reeds bestaande trends versnellen, zoals e-commerce en e-shopping. Daar moet de vastgoedsector op inspringen.'

Jacques: 'Door Covid-19 komt er meer aandacht voor ESG. Als vastgoedbeleggers moeten wij nadenken over onze sociale verantwoordelijkheden voor de bredere samenleving: hoe zorgen we binnen vastgoed en infrastructuur voor een manier waarop mensen comfortabel, veilig en gezond kunnen leven? We moeten werken met lange- in plaats van met kortetermijnprojecten en -rendementen en laten zien wat onze maatschappelijke bijdrage is.'

Zien we in het coronatijdperk een verschuiving naar meer waardetoevoegende duurzame vastgoedstrategieën?

Tel: 'Dat is een trend die zal doorzetten. Niet alleen in Nederland, maar wereldwijd gingen en gaan mensen naar steden om werk te vinden. Ze willen, ondanks de hoge kosten, in de stad wonen. Vastgoedbeleggers zouden geld kunnen investeren om buurten en gemeenschappen duurzamer te maken. Dat vereist het uitwerken van duurzame vastgoedstrategieën.'

Wat zijn de gevolgen voor vastgoed als mensen ook na de coronacrisis thuis blijven werken?

Jochims: 'Ik ben ervan overtuigd dat kantoren als ontmoetingsplaats altijd zullen blijven bestaan. In de eerste plaats kan digitale communicatie fysieke ontmoetingen niet vervangen: fysieke ontmoetingen zijn echt nodig om te kunnen innoveren. Covid-19 laat zien dat gezondheid weer uitermate belangrijk is. We moeten dus werken aan gezonde ontmoetingsplaatsen in plaats van alleen bureaus aan te bieden. Ik denk dat flexibiliteit steeds belangrijker wordt.'

Gaat de implementatie in concrete strategieën snel genoeg? Zo ja, hoe kunnen we dat ervaren?

Jacobs: 'Ik denk dat we allemaal een snellere ontwikkeling en uitvoering van impactstrategieën zouden willen zien. Met name aan de impactkant moet je echt een solide geïntegreerd impact management-raamwerk binnen het beleggingsproces



ontwikkelen en dat vergt veel tijd en aandacht. Het is daarom belangrijk om voldoende middelen in te zetten voor het ontwikkelen van strategieën die impact kunnen leveren.'

Van der Bijl: 'Doorzettingsvermogen en een vastberaden strategie zijn nodig om verder te komen. Het helpt dat wij ESG in brede zin in onze beleggingsstrategie én uitvoering hebben geïntegreerd. Daardoor zitten we niet in een stilstaande situatie. We boeken elke dag vooruitgang. Uiteindelijk moeten vastgoedbeleggers, fiduciair managers en adviseurs ESG-impact integreren in de ratio van de risico-rendementsverhouding. Daarmee kun je de dialoog met de eindbelegger goed inrichten en uitvoeren.'

Welke SDGs zijn het gemakkelijkst te implementeren als het gaat om duurzaam beleggen in vastgoed?

Jacques: 'Wij hebben onze vier pijlers van impact – people, planet, place en posterity – afgestemd op de drie SDGs die we het meest geschikt achten voor de vastgoedactiviteiten die we in heel Europa ontplooiën. We hebben ons gericht op SDG 8 (Decent Work and Economic Growth), 11 (Sustainable Cities and Communities) en 13 (Climate Action). Op basis daarvan hebben we een kader voor impactmeting ontwikkeld. Het antwoord op de vraag welke SDGs het gemakkelijkst te implementeren zijn, hangt onder andere af van de sectoren, locaties en soorten vastgoed waar je je het meest op richt en van de belangen van de stakeholders.'

Laquitaine: 'We moeten nagaan welke SDGs relevant zijn voor onze activiteiten en onze soorten gebouwen. We kijken dus goed naar gezondheid en welzijn in verband met woningen en kantoren. Het is van belang om relevant te zijn en niet om een aantal exotische doelstellingen te hebben met betrekking tot de vastgoedsector.'

Jochims: 'Wij richten ons op de SDGs 3, 8, 11 en ook 7. SDG 11 heeft betrekking op duurzame steden en gemeenschappen die relatief eenvoudige doelen stellen wat betreft BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment

ESG moet ingebed zijn binnen de hele organisatie: een organisatiebreed bewustzijn is essentieel om uiteindelijk tot echte ESG- en impactbeleggingen te komen.

Method)-certificaten, een GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark)-score of energielabels. Uiteindelijk is ons doel een Paris Proof-portefeuille te bereiken. De grote uitdaging is: hoe kunnen we meer doen in de praktijk, aangezien al die labels nogal theoretisch zijn? Zo bezien is het goed dat nu bijvoorbeeld ook in GRESB gekeken wordt naar de werkelijke prestaties van gebouwen en niet uitsluitend naar het label dat eraan hangt.'

Van der Bijl: 'Wij hebben de SDGs (3, 6, 7, 9, 11, 12, 13, 17) in ons bedrijfsmodel geïntegreerd, zowel in de strategie als in de uitvoering. Uiteindelijk is de praktijk inderdaad doorslaggevend. De 'bakstenen' kunnen zeer efficiënt zijn, maar maken huurders hiervan gebruik? Het gaat er ook om dat de huurder wordt gestimuleerd de efficiëntie van het gebouw te benutten. Daarom zetten wij in op betrokkenheid van de huurder.'

Hoe kan duurzaam beleggen in vastgoed worden geïntegreerd in de beleggingscriteria van een pensioenfonds?

Jacobs: 'Pensioenfondsen moeten zelf hun eigen doelstelling bepalen. Het gaat erom wat een pensioenfonds wil bereiken en waar het deel van wil uitmaken. Vervolgens moeten er strategieën, fondsen en beleggingsmogelijkheden worden gevonden die daarbij passen. Wij proberen de pensioenfondsen daarbij te begeleiden en helpen hen te begrijpen wat er bereikt kan worden en hoe dat wordt gemeten.'

Frouws: 'De beste pensioenfondsbestuurders kijken niet alleen naar managers met hoge GRESB-ambities en -scores,

> **Bas Jochims** is sinds 2008 Head of Dutch Office & Hotel Investments bij Bouwinvest Real Estate Investors. Hij is verantwoordelijk voor de resultaten van de kantoren in het Office Fund en hotels in het Hotel Fund. Jochims heeft zestien jaar ervaring met asset management en trad in 2005 in dienst bij Bouwinvest als Asset Manager. Jochims was van 2000 tot 2005 als Accountmanager bij Dynamis ABC verantwoordelijk voor het totale property management van diverse Nederlandse kantorenportefeuilles van (buitenlandse) beleggers in de regio's Amsterdam en Den Haag.





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

maar richten zich ook op de intenties van de managers. Je moet luisteren naar de verhalen die managers te vertellen hebben en naar hun visies. Wij sluiten bijvoorbeeld zogenoemd grijs vastgoed niet uit. Integendeel. Vastgoed is voor negentig procent een voorraadmarkt, een voorraad waar de focus juist op verduurzaming moet liggen. We stellen bij aankoop een businessplan op om de ESG-rating van het betreffende object te verbeteren, niet alleen op de korte maar ook op de lange termijn.'

Wat kunnen we leren van andere asset classes met betrekking tot duurzaam beleggen in vastgoed?

Van der Bijl: 'Beleggers kijken naar zaken die meetbaar zijn. Wat dat betreft heeft vastgoed in vergelijking met andere beleggingscategorieën, zoals aandelen en obligaties, nu nog te maken met een gebrek aan data. Daar moeten we ons dus meer op richten, bijvoorbeeld via een gebouwspaspoort. We moeten beleggers helpen vastgoed beter te begrijpen. Daar hoort ook bij dat je nadenkt over wat je met je huurders hebt bereikt en wat je nog wilt bereiken.'

Frouws: 'Bij ons staan ESG en impact investing hoog op de agenda. Wij werken samen met onze equity- en fixed income-teams over de hele wereld om lessen te trekken uit andere beleggingscategorieën. Een bepaalde investering in China werd bijna geannuleerd omdat het bedrijf waarin geïnvesteerd kon worden, onvoldoende 'ESG-friendly' was volgens MSCI. Bij doorvragen bleek het bedrijf echter alles op orde te hebben. Het verzamelen van adequate data is heel belangrijk. Verder hebben we een onderzoek uitgevoerd naar onze ESG-

Beleggers kijken naar zaken die meetbaar zijn. Vastgoed heeft in vergelijking met andere beleggingscategorieën nu nog te maken met een gebrek aan data.

vriendelijke fondsen en tijdens de recente recessie hebben die allemaal relatief beter gepresteerd dan andere fondsen. De vraag is dus of vastgoed met een goede ESG-focus ook beter zal presteren.'

Van der Bijl: 'Ik ben ervan overtuigd dat ESG helpt de portefeuille meer toekomstbestendig te maken.'

Jochims: 'Voorbereid zijn op toekomstige wet- en regelgeving is altijd het beste. Door op logische momenten te investeren in ESG kun je kosten ook beter spreiden en een stabiel direct rendement realiseren voor klanten.'

Tel: 'Een van onze klanten wilde de CO₂-uitstoot van zijn portefeuille met een bepaald percentage verlagen. Daartoe ondernamen ze verschillende acties, waaronder het uitsluiten van alle steenkoolfabrieken en vele oliebedrijven. Er werd hierbij geen afweging gemaakt tussen rendement en duurzaamheid. Een belegging moest alleen duurzaam zijn om aan de CO₂-uitstooteisen te voldoen. Het doel was in een paar jaar tijd de gewenste uitstootverlaging te bereiken en daar moesten alle aandelenbeleggingen aan voldoen. Uit het universum werd dus de weg ingeslagen naar de voor de klant beste portefeuille. Interessant, omdat de vastgoedsector andersom begonnen is. We proberen vastgoed te vinden op toplocaties met goede huurders. Vervolgens maken wij het duurzaam. Ik denk dat binnen vastgoed de eerst genoemde weg ook toegepast kan worden. Dus eerst gewoon uitsluiten en daarbij niet over economisch rendement praten.'

Jochims: 'Bij echt impactbeleggen gaat maatschappelijk rendement vóór financieel rendement. Dat wordt in vastgoed momenteel niet zo vaak gedaan. Onze visie is dat het realiseren van maatschappelijk en financieel rendement hand in hand gaat.'

Laquitaine: 'De belangrijkste les die we van andere asset classes kunnen leren met betrekking tot ESG, is dat het slim is een database met de ESG-prestaties van de verschillende assets te hebben. Je moet benchmarken en weten of je doelstellingen ambitieus zijn. Dat ligt kennelijk moeilijk in

Ik ben ervan overtuigd dat ESG helpt de portefeuille meer toekomstbestendig te maken.

vastgoed. Er zijn op dit moment veel initiatieven om daar iets aan te doen, maar we beschikken nog niet over de vereiste samenhang. We hebben wel de capaciteit om de ESG-prestaties van de vastgoedassets te verbeteren, wat niet geldt voor veel andere soorten assets.'

Welke benchmark is geschikt voor sustainable investing in vastgoed?

Jacques: 'Iedereen gebruikt GRESB omdat het een geweldig kader is en een consistente manier biedt om te kijken hoe bedrijven reageren op duurzaamheid binnen hun activiteiten. Maar GRESB vertelt je niet echt wat daadwerkelijk wordt bereikt aan positieve resultaten. Je moet het verhaal van de portefeuille begrijpen en positieve impact koppelen aan iets dat meer kwaliteit biedt en de beleggingsethiek waardeert en hopelijk beïnvloedt. We weten allemaal hoe moeilijk het is om aan de nodige data te komen voor vastgoed, maar het is waar dat we impact leveren door verbeteringen aan onze gebouwen aan te brengen. In tegenstelling tot veel andere sectoren, hebben wij dat binnen ons bereik.'

Jacobs: 'We moeten in staat zijn impact op een zinvolle manier te meten en te laten zien wat we bereiken. Ik denk dat GRESB meer een ESG-benchmark is dan een impactbenchmark, ook al raakt GRESB aan een aantal impactonderwerpen. De impactdoelstellingen die beleggers proberen te bereiken, verschillen per strategie en per beleggingscategorie. Daarom is het heel moeilijk om een benchmark te creëren. In onze social infrastructure-strategie hebben wij een baseline rating bepaald van hoe ons vastgoed op milieu- en sociaal gebied presteert. Daarnaast hebben wij doelstellingen bepaald waar we ons vastgoed naartoe willen brengen. Vervolgens creëren we binnen ons businessplan een aantal impactinitiatieven die naar de gestelde doelen toewerken, hetgeen we in de loop van



de holding period implementeren. Je moet realistische doelen stellen en vervolgens aanscherpen waar mogelijk.'

Zijn er voorbeelden van sociaal realistische doelen die jullie gesteld hebben?

Jacobs: 'Een voorbeeld is een ziekenhuis dat we in Noord-Italië hebben. Het ligt op het Lido in Venetië en was voor het personeel en de bezoekers van patiënten slecht bereikbaar, omdat de commerciële verkeers- en watertaxidienst van Venetië aan de andere kant van het Lido opereerde. Al vrij snel nadat we het ziekenhuis hadden overgenomen, zijn we samen met de gemeente gaan zoeken naar een efficiëntere manier om mensen naar het ziekenhuis te krijgen. Het eindresultaat was dat er een gesubsidieerde watertaxidienst is gekomen tussen Venetië en de locatie van het ziekenhuis op het Lido. Een ander voorbeeld is Madrid, waar we een jeugdrechtbank hebben gekocht. Na analyse kwam ons impactteam tot de conclusie dat het gerechtsgebouw niet over de mogelijkheid beschikte om rechtszaken over gevoelige onderwerpen als kindermisbruik op een goede manier te behandelen. Er was geen rechtszaal met een spiegelconstructie waar kinderen op een minder bedreigende manier konden worden ondervraagd, niet alleen door rechters maar ook door psychologen. Daar

> **Charlotte Jacques** is Head of Sustainability Real Estate bij Schroders. Ze is verantwoordelijk voor het duurzaamheidsbeleid voor vastgoed en de strategie en de uitvoering ervan in direct vastgoed in het Verenigd Koninkrijk en continentaal Europa. Jacques is sinds 2000 werkzaam bij Schroders. Van 2000 tot 2014 was zij Business Projects Manager voor het Hoofd Vastgoed bij Schroder Real Estate. Eerdere verantwoordelijkheden waren onder andere: productontwikkeling en lancering van de Global Property Securities funds en Jersey Property Unit Trusts.



Foto: Archief Schroders



> **Thierry Laquitaine** is Director en Head SRI van AEW (onderdeel van Natixis Investment Managers). Hij geeft leiding aan een team van twee ESG-professionals en houdt toezicht op het beleid en de activiteiten op het gebied van milieu en duurzaamheid voor AEW in Europa. Hij heeft meer dan 20 jaar professionele ervaring en is in 2010 bij AEW komen werken. Laquitaine is ook Voorzitter van Circolab (Circle economy association) en Voorzitter van de SRI-commissie bij ASPIM. Daarnaast geeft hij les in duurzaamheid aan verschillende engineer schools. Hij heeft een ingenieursdiploma van ESTP Parijs.

hebben wij in voorzien, tot grote tevredenheid van de betrokkenen.'

Jochims: 'Vanuit de ambitie om op duurzame wijze waarde toe te voegen aan de stad van de toekomst werken wij met onze partners aan leefbare en inclusieve steden. Onze concrete doelstellingen voor leefbaarheid zijn bijvoorbeeld onze investeringen in betaalbare woningen in het middenhuursegment om steden inclusief te houden. Ook onze investeringen in zorgvastgoed, waar een enorm tekort aan is, dragen bij aan het behouden van een groeiende groep ouderen in de steden. Maar een initiatief als het plaatsen van AED's (automatische externe defibrillators) aan onze gebouwen draagt eveneens bij aan een gezonde leefomgeving. Onze doelstellingen realiseren zo financieel en maatschappelijk rendement.'

Wat valt er te zeggen over de G van Governance als het gaat om duurzaam investeren in vastgoed? Is het niet zo dat aandeelhouders hun krachten bundelen om meer invloed te kunnen uitoefenen?

Van der Bijl: 'Je moet natuurlijk een goede fondsdocumentatie hebben en voldoen aan allerlei soorten regelgeving. Je hebt niet

alleen te maken met aandeelhouders, maar ook met overheden en toezichthouders die regelgeving kunnen opleggen en met huurders of belangenorganisaties van huurders. Denk bijvoorbeeld aan de retailmarkt waarin veel belangenorganisaties werkzaam zijn. Dat geldt ook voor de woningbouw. Een goede en gestage informatiestroom over wat je precies doet, overigens niet alleen op het gebied van ESG, is nodig. Welke strategie zet je als manager in en waarom? Daarmee maak je de G helder.'

Tot slot, welke andere opmerkingen willen jullie nog plaatsen?

Jacques: 'We moeten er echt over nadenken hoe we als vermogensbeheerders samen met pensioenfondsen in het belang van de samenleving, het milieu en de economie kunnen handelen. Pas dan kunnen we zorgen voor verbeteringen die zo belangrijk zijn voor de manier waarop we met alle huidige uitdagingen omgaan, van de klimaatverandering tot de gezondheid en veiligheid, waar we met Covid-19 ervaring mee hebben opgedaan. Wij zijn een verbintenis aangegaan als deel van het UK Better Buildings Partnership, dat gericht is op netto nul-koolstof- en klimaatbestendigheid. Een van de belangrijkste aspecten van die toezegging is om in 2020 een traject uit te stippelen voor netto nul CO₂-uitstoot.'

Van Blokland: 'Het vermogen om de kwaliteit van het vastgoed zelf te verbeteren, is bepalend voor het verkrijgen van een beter ESG-programma.'

Frouws: 'We moeten ons niet blindstaren op de ratings. Het verhaal eromheen is ook heel belangrijk. Een klein voorbeeld: we hadden de keuze om douches te installeren in een pand om het fietsgebruik van de gebruikers te stimuleren. Dit was uiteindelijk nadelig voor onze GRESB-score voor watergebruik. De score werd niet gecompenseerd door het feit dat we een vermindering van het autoverkeer hadden gerealiseerd. Luister naar die verhalen en concentreer je op het einddoel.'

Laquitaine: 'Verslaglegging is noodzakelijk om met beleggers te praten. We moeten met beleggers een discussie voeren over wat we gedaan hebben, welke problemen we tegengekomen



> **Robert-Jan Tel** is Managing Director van Retport Consultants. Hij adviseert pensioenfondsen, verzekeraars en family offices over hun binnen- en buitenlandse vastgoedbeleggingen en over de organisatie of uitbesteding van vastgoedbeleggingen. Hij heeft wereldwijde beleggingservaring opgebouwd in diverse leidinggevende posities bij vastgoedmanagers en institutionele beleggers, waaronder AuxiSolid, Kempen Capital Management, Philips Pensioenfonds en TKP Investments. Tel is lid van het Royal Institute of Chartered Surveyors.



zijn en wat we kunnen doen om verbeteringen door te voeren. Het is ook belangrijk om in gesprek te gaan met huurders en vastgoedmanagers.'

Jacobs: 'We hebben de afgelopen jaren goede vooruitgang geboekt in het creëren van bewustzijn over wat impact investing is en hoe het kan bijdragen aan de samenleving. Ik ben ervan overtuigd dat, mede door Covid-19, is aangetoond dat er behoefte is aan privaat kapitaal om de wereld beter te maken. Maar dan moet er wel samengewerkt worden, bijvoorbeeld aan een meer gemeenschappelijke taal inzake impactbeleggen. Alle partijen, zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, vermogensbeheerders, huurders en andere belanghebbenden, moeten echt betrokken raken en bijdragen aan het eindresultaat.'

Jochims: 'Wees transparant over je doelstellingen en resultaten en hoe je hieraan werkt, vertel de verhalen. Zo kunnen we elkaar inspireren en met elkaar versnellen, om

uiteindelijk te voldoen aan de doelstellingen van Parijs.'

Tel: 'Het is belangrijk om door te gaan met duurzame investeringen. Daartoe is het zinvol om tot betere definities te komen, te werken aan benchmarks, aan beleid, enzovoort. En aan impactstrategieën, die beperkt in omvang kunnen zijn en niet de hele wereld op zijn kop hoeven te zetten.'

Van der Bijl: 'Om de impact te vergroten, moeten we samenwerken en kennis delen. Dat kan via brancheorganisaties, zoals INREV en IVBN, maar ook in praktische zin met andere beleggers, corporaties en gemeenten. Het is geweldig om als vastgoedbelegger te werken aan positieve ESG-impact en juist nu vooruitgang te realiseren.'

We moeten ons niet blindstaren op de ratings. Het verhaal eromheen is ook heel belangrijk.

CONCLUSIE

Nederlandse institutionele beleggers zijn meestal koplopers op het gebied van duurzaamheid. Bij pensioenfondsen bestaat een grote variatie in de benadering van vastgoedbeleggingen en impactinvesteringen. Het is een mythe dat impactbeleggen gepaard zou gaan met het inleveren van performance. Door Covid-19 komt er waarschijnlijk meer aandacht voor ESG. Vastgoedbeleggers moeten nadenken over hun sociale verantwoordelijkheden voor de samenleving. Ze zouden bijvoorbeeld geld kunnen investeren om buurten en andere gemeenschappen duurzamer te maken. In de anderhalvemeter economie moet worden geschakeld van de aanbodaanpak naar

de vraagzijde-aanpak. De focus moet verschuiven om beleggers, huurders en de samenleving vastgoed aan te bieden met een echt duurzame impact. In vergelijking met asset classes als aandelen en obligaties heeft vastgoed een groot gebrek aan data, met name een database met de ESG-prestaties van de verschillende assets. De impactdoelstellingen die beleggers proberen te bereiken, verschillen van strategie tot strategie. Daarom is het heel moeilijk een benchmark te creëren. De afgelopen jaren is vooruitgang geboekt in het creëren van bewustzijn over wat impact investing is en hoe het kan bijdragen aan de samenleving.

HOUTBOUW: EEN DUURZAME OPLOSSING VOOR EEN URGENT PROBLEEM

Door Leo van den Heuvel

Bouwen met hout kent een vergelijkbaar rendement als bouwen met beton, maar leidt tot een veel lagere CO₂-uitstoot. Houtbouw is daarmee interessant voor beleggers die zowel financieel als maatschappelijk rendement willen realiseren.

GEBRUIKERS, INVESTEERDERS EN BELEIDSMAKERS WORDEN STEEDS KLIMAATBEWUSTER

De roep vanuit de maatschappij, politiek en toezichhouders om meer te doen aan de klimaatdoelen wordt alsmaar groter. Belangrijk is het toegenomen besef van beleggers dat de beleggingen waarvoor zij verantwoordelijk zijn en waarop zij invloed kunnen uitoefenen, een positieve impact op het milieu en de samenleving hebben. Voor Nederlandse pensioenfondsen in het bijzonder geldt dat zij worden aangesproken en aangespoord

door hun pensioendeelnemers en door De Nederlandsche Bank om zich hiervoor in te zetten. Veel institutionele beleggers hebben impactbeleggen en ESG-doelstellingen tegenwoordig in hun beleggingsbeleid opgenomen. Dit sluit aan bij de roep in de wereld om meer bewust en integraal te handelen, waarbij ook rekening wordt gehouden met de (nog niet-ingeprice) neveneffecten van dat handelen op samenleving en milieu. Vastgoed leent zich goed voor impactinvesteringen en het terugdringen van CO₂-uitstoot; bouwen met hout past perfect in dit plaatje.

BOUWEN MET HOUT BIEDT EEN DUURZAAM ALTERNATIEF TEN OPZICHTE VAN TRADITIONELE BOUW

Als we het hebben over bouwen met hout wordt vaak gedoeld op kruislaagshout. De bekendste vorm hiervan is Cross Laminated Timber (CLT). Dit zijn houten panelen die bestaan uit kruislings verlijmd lamellen, bestaande uit drie of meer lagen hout. Het wordt genoemd als een aantrekkelijk alternatief voor traditionele bouwmaterialen zoals beton. Het ontwerp is licht qua gewicht en heeft qua sterkte vergelijkbare bouweigenschappen als traditionele materialen. De bouw van een gebouw zou sneller gaan (door het lichte gewicht en de modulaire/prefab mogelijkheden) waardoor tijd, geld en CO₂ worden bespaard. Het beperken van de CO₂-uitstoot is een groot voordeel van bouwen met hout. In de Europese bossen groeit meer dan

1.000 miljoen hectare aan bos, met een jaarlijkse toename van 661.000 hectare. Deze bomen halen CO₂ uit de lucht, dat opgeslagen wordt in het hout zelf. Vervolgens kunnen van dit hout CLT-elementen gefabriceerd worden. Hout of CLT is tevens een hernieuwbare grondstof. De CLT-elementen in een gebouw kunnen namelijk worden hergebruikt voor nieuwe productie, of indien gewenst als biomassa gebruikt worden voor het opwekken van energie.

Hout is van nature duurzaam en herbruikbaar en bouwen met hout wordt als een steeds aantrekkelijker alternatief gezien voor het bouwen met traditionele bouwmaterialen.

HOUTBOUW STAAT IN NEDERLAND NOG IN DE KINDERSCHOENEN

De omvang van CLT-bouw in zowel Nederland als Europa is op dit moment nog beperkt. Er zijn weinig beleggers die actief focussen op de acquisitie van CLT-gebouwen. Dit komt voornamelijk doordat er weinig beleggingsproducten op de markt beschikbaar zijn. Ondanks de huidige beperkte omvang van de beleggingsmarkt voor CLT-woningen, heeft beleggen in CLT veel potentie en de verwachting is dat houtbouw steeds vaker toegepast gaat worden. De interesse in een duurzaam gebouwde woning neemt onder gebruikers ook toe. Bepaalde doelgroepen zullen naar verwachting bovengemiddeld geïnteresseerd zijn in



Leo van den Heuvel

Eén vrachtwagen kan tot 50 m³ aan CLT vervoeren, wat overeenkomt met ongeveer 155m² vloeroppervlak. Het duurt circa 1,5 dag om de inhoud van een vrachtwagen te bouwen of te plaatsen. Dit zorgt ervoor dat met CLT-constructies 40 tot 60% aan bouwtijd kan worden gewonnen ten opzichte van traditionele bouw door de snelle montage en de mogelijkheid om direct na het plaatsen van CLT-elementen het gebouw wind- en waterdicht te maken door geveldelen of kozijnen te plaatsen.

een woning die (deels) van hout is gemaakt. Er is een trend gaande waarbij de consumptie duurzaamheid steeds vaker centraal stelt. De intrinsieke motivatie zal per persoon verschillen. De een loopt graag voorop op het gebied van duurzaam wonen, terwijl de ander er juist op gericht is de eigen impact op milieu en klimaat te verlagen. Op het moment dat houtbouw appelleert aan een vorm van status, spreekt dat weer een nieuwe doelgroep aan.

TOENEMENDE POPULARITEIT

Het initiatief van het gebruik van CLT ligt vooralsnog bij projectontwikkelaars. Beleggers nemen doorgaans een eindproduct af, waardoor er weinig invloed is op de initiatieffase. Ontwikkelaars zijn nog voorzichtig, omdat beleggers mogelijk terughoudend zijn. Om dit te doorbreken, is bewustwording bij beleggers nodig dat het gebruik van CLT een duurzaam alternatief is dat bovendien tot gevolg heeft dat vastgoed langer zijn waarde behoudt. Een belangrijke stap. Tegelijkertijd kan daarmee een ontwikkeling in gang worden gezet om de belegger nadrukkelijker invloed uit te laten oefenen op de ontwerffase en dus op het eindproduct. Langzamerhand zien wij vaker CLT-producten op de markt verschijnen, waardoor het aanbod van houtbouwprojecten zeer langzaam lijkt te groeien. Door een duidelijke positieve houding ten aanzien van CLT aan te nemen in het investeringsbeleid, kan het bouwen met CLT in een stroomversnelling komen. Geïnteresseerde institutionele beleggers zouden het belang van duurzaam beleggen idealiter moeten benadrukken, om zodoende het aanbod aan CLT-gebouwen in Nederland sneller te laten groeien.

RENDEMENTEN HOUTBOUW VERGELIJKBAAR MET TRADITIONELE BOUW

Bouwen met hout gaat momenteel gepaard met hogere bouwkosten. De schattingen lopen uiteen, maar rekening kan worden gehouden met 8% tot 10% hogere bouwkosten dan bij bouwen met traditionele materialen. De gemiddelde bouwduur met hout is echter korter, waardoor het arbeidsloon lager is, er eventueel minder rente wordt betaald en huurinkomsten eerder gegenereerd kunnen worden. Bouwen met CLT resulteert mogelijk in een lagere ontwikkelopbrengst, maar het looptijdrendement (IRR) ligt op een vergelijkbaar niveau. De kasstroom van een CLT-project wordt namelijk niet anders ingeschat dan bij traditionele woningbouw. De huurinkomsten en exploitatiekosten van een CLT-gebouw zijn vergelijkbaar met die van reguliere huurwoningen. Ook behouden duurzame gebouwen beter hun waarde, waardoor - theoretisch - met een lagere exit yield gerekend kan worden. Hogere bouwkosten hoeven zich dus niet meteen te vertalen in lagere looptijdrendementen, waardoor de risico-rendementsverhouding minimaal als gelijk wordt ingeschat. De toekomstige kosten van houtbouw zullen op termijn door standaardisatie en een ingeregeld en ervaren bouwproces wel gaan afnemen.

BELEGGINGSFOCUS CLT-BOUW

Houtbouw kan bijdragen aan het urgente probleem dat momenteel in Nederland speelt: het vrijwel structurele woningtekort. Houtbouw is uitermate geschikt in snelgroeiende steden, waar de woningtekorten en gemeentelijke ambities op het vlak van duurzaamheid hoog zijn.

Maar ook daarbuiten liggen kansen. Zo kan er ook verantwoord buiten de bestaande steden gebouwd worden. Dit is niet alleen noodzakelijk voor het terugdringen van het woningtekort, maar ook wenselijk vanuit bepaalde doelgroepen. Daarbij kan de gewenste vraag naar woningen niet alleen binnen steden worden georganiseerd. Houtbouw kan geografisch gezien op meerdere plekken goed worden toegepast en speelt in op de vraag naar een 'gezonde en gelukkige' woonomgeving die geen geografische begrenzing kent. Bouwen met hout sluit daarom perfect aan op een breed scala aan maatschappelijke behoeften en zal een steeds belangrijkere rol gaan vervullen binnen het beleggingsbeleid van institutionele beleggers. «

- Houtbouw is duurzaam, circulair, beperkt de CO₂-uitstoot en heeft zich bewezen als een snelle bouwmethode;
- Impactbeleggen en ESG spelen een steeds belangrijkere rol in het beleggingsbeleid van institutionele beleggers. Hierdoor is extra aandacht nodig voor milieuprestaties van onderliggende producten;
- Houtbouw kent een soortgelijke risico-rendementsverhouding en vergelijkbare looptijdrendementen als bouw met traditionele bouwmaterialen;
- Houtbouw biedt goede kansen voor beleggers om invulling te geven aan de bestaande bouwopgave en om daarin gelijktijdig de ESG-ambities concreet te maken.

Dit artikel is geschreven door Leo van den Heuvel, Strategy & Research, Syntrus Achmea Real Estate & Finance.

PATENTS AS AN INNOVATIVE SOURCE OF ALPHA

By Oliver Murschall

Smart ideas create a competitive advantage and added value for enterprises. The challenge in portfolio management is to determine the value of such innovations and to apply this to stock selection. The reported value of patents offers little help in this regard, which is why alternative data are being used. Based on univariate and multivariate analyses, our organisation incorporates patent information into our alpha and risk models. The analyses show that investment strategies that buy companies with high patent values and sell those with low patent values have the potential to generate excess returns.

We use alternative data from a provider that specialises in carrying out patent valuations for companies, due to the fact that the balance sheet value of patents is not very helpful here. This database for traded patents is based on transaction information gained from mergers and acquisitions, auctions or manual valuations. The data set is

trained using a learning process in order to identify indicators which are relevant to valuation – including market-based, legal or technical details of patents. To assess individual patents, they are compared to traded patents with similar characteristics.

At present, the global data set contains usable data for around 10,000 enterprises covering more than 86% of the MSCI World market capitalisation. The five companies with the most valuable patent portfolios account for an aggregate value of more than EUR 267 billion.

Aggregated by country, Japan and the US account for more than 70% of global patent values, as shown in Figure 1; these countries are the major innovators in terms of patent value by a large margin, followed by South Korea, Germany and France. Taking a sector view, the technology sector comes first – as one would expect – with just under 40% of global patent values.

PATENT VALUE AFFECTS THE OVERALL COMPANY VALUATION

Two aspects of patent portfolios are relevant for enterprises: the first one is the value of the patent portfolio, the

Based on univariate and multivariate analyses, we incorporate patent value and quality in our alpha and risk models in the form of factor composites.

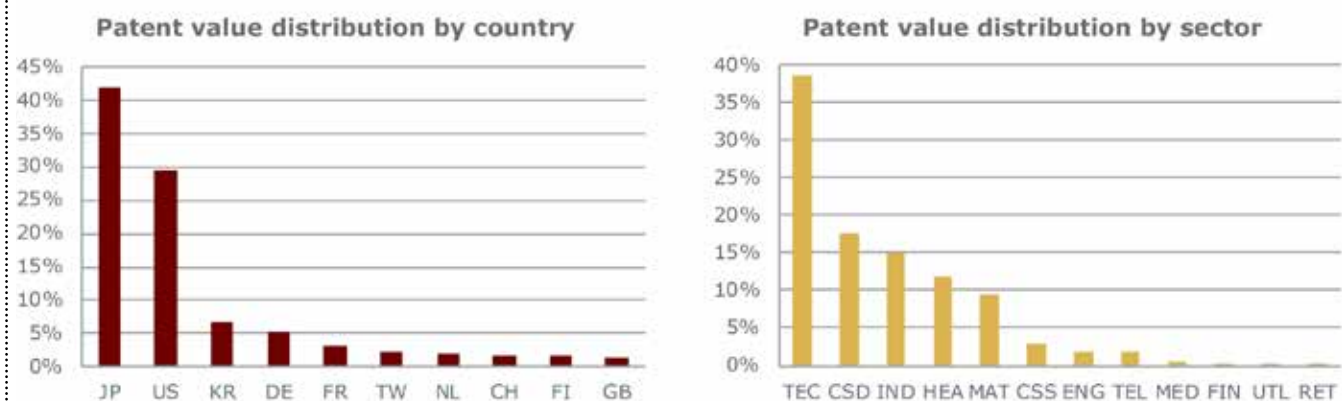
second is the quality of the patents. The first aspect, the value of the patent portfolio, impacts the enterprise value. The more valuable the patents, the higher the valuation. Even though carrying amounts provide an indication of the value of patents, under US Generally Accepted Accounting Principles these must be recognised at cost – meaning that only purchased patents are reflected here. Under IFRS, patents may be carried at their development costs – which, however, frequently provide little information concerning their economic potential.

The importance of an enterprise's innovation activity – relative to its



Oliver Murschall

Figure 1: Global patent values, by country and by sector



Sources: MSCI, IPR Strategies, Quoniam (own calculations)

competitors – differs by industry. When looking at the ratio of an enterprise’s patent value to its assets, it is obvious that the power to innovate has enormous importance for companies in the healthcare and technology sectors in particular. For businesses in the real estate and financial services sectors, or for utilities, innovative power is less relevant.

HIGH-QUALITY PATENTS SECURE FUTURE EARNINGS

The second aspect, the quality of patents, has an immediate impact upon

the quality of the enterprise: high-quality patents secure a company’s future earnings during the term of the patent right and beyond. Ultimately, the power to innovate sustainably secures an enterprise’s continued existence on the market – with market potential as well as legal and technical aspects playing a role in this context.

PATENT INFORMATION DELIVERS SIGNIFICANT ADDED VALUE IN SELECTING SHARES

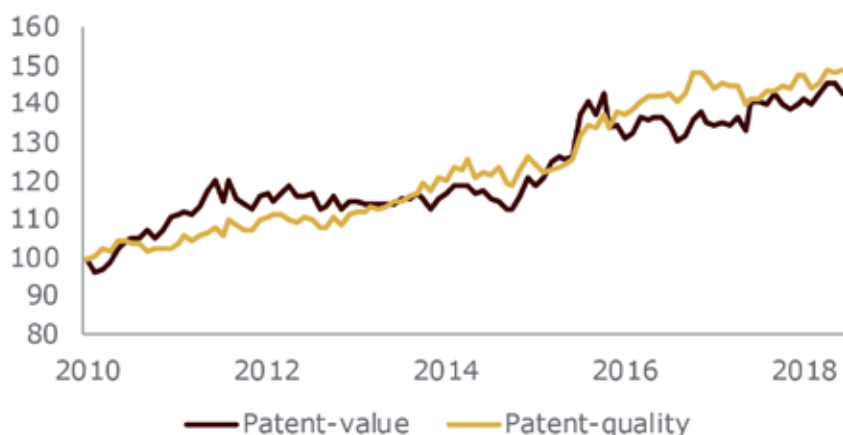
Based on univariate and multivariate analyses, our organisation opted in

2018 to incorporate the aspects mentioned in its alpha and risk models in the form of factor composites. Figure 2 shows indexed performance data of a long/short strategy between a top and a bottom quintile. Portfolios were structured on the basis of parameters for the factors of ‘patent valuation’ and ‘patent quality’ in a European investment universe.

The strategy using the patent valuation factor generated an average annual return of 4.55% during the period from December 2010 to May 2019. The same strategy using the quality factor generated an average annual return of 4.89% since 2010.

The analyses have shown that using patent information generates significant added value for share selection. In this connection, the low correlation of the factors shown to the existing alpha signal is worth highlighting. This means that the factors of patent valuation and patent quality comprise additional information which is not included in the existing alpha factors in this form. «

Figure 2: Indexed performance data of long/short strategies



Sources: Datastream, IPR Strategies, Quoniam (own calculations)

This article was written by Dr. Oliver Murschall, Executive Director, Research at Quoniam.

Risicomanagement 3.0

DOOR HARRY GEELS

Na de kredietcrisis veranderde de focus van risicomangers van mandaatcompliance naar expertanalyses en what if-scenario's. Het vakgebied is nu zover dat pensioenfondsbesturen dagelijkse scenarioanalyses en portefeuillesimulaties kunnen draaien en meer in control zijn. De coronacrisis heeft daaraan nog enkele nieuwe inzichten toegevoegd, bijvoorbeeld over het ineens opdrogen van de liquiditeit, stellen Loranne van Lieshout van Ortec Finance en Harm Verhoeven van Achmea Investment Management.

Wat verstaan jullie onder het begrip risicomanagement?

Loranne van Lieshout: 'Het is verstandig om dit meteen goed af te bakenen. Risicomanagement is een breed begrip, waaronder ook bedrijfscontinuïteits- en reputatierisico's vallen. Ik denk dat we het in dit interview vooral moeten hebben over de financiële risico's op de hele balans, ofwel de dekkingsgraad bij pensioenfondsen. Maar bedrijfscontinuïteit kan door een grote schok zoals de coronacrisis natuurlijk wel een groot financieel issue worden. Ik had aan het begin van de corona-uitbraak overigens veel meer problemen verwacht met het op grote schaal thuiswerken. Dat er bijvoorbeeld te weinig bandbreedte zou zijn bij het digitaal vergaderen, of dat we vanuit huis niet bij bepaalde bestanden zouden kunnen komen. Als de pandemie twintig jaar geleden plaats had gevonden, waren de gevolgen niet te overzien geweest.'

Harm Verhoeven: 'Uiteindelijk is er één financieel risico en dat is dat je niet aan de verplichtingen kunt voldoen. Tijdens een crisis, zoals nu met corona, praten we vooral in what if-scenario's, met als belangrijkste vraag: moet er iets gebeuren? Daarbij is het belangrijk de lange termijn in het achterhoofd te houden. De verleiding is altijd groot om op korte termijn iets te gaan doen. Maar als we terugkijken op alle crises, blijkt vasthouden aan het langetermijnbeleid bijna altijd de beste keuze te zijn. Een pandemie is een operationeel risico. Thuiswerken verliep inderdaad relatief vlekkeloos. In Londen gingen wel de spreads omhoog. De reden die de handelshuizen daarvoor gaven, was dat er veel thuis moest worden gewerkt en dat dit afstemmingsproblemen veroorzaakte. Traders bouwden eigenlijk een veiligheidsmarge in. In ons draaiboek hadden we dit risico niet uitgeschreven. Die grotere spread is weliswaar een financieel risico, maar de oorzaak was operationeel. We hebben het dus inderdaad over financieel risicomanagement, maar we kunnen dit niet helemaal los zien van operationeel risicomanagement.'

Er is dus een verschil tussen de korte en de lange termijn?

Van Lieshout: 'Bij scenario-analyses maken we onderscheid tussen de impact op de korte en op de lange termijn. Aan het begin van de coronacrisis waren er zorgen over de liquiditeit in de markt. In de tweede helft van maart moesten veel pensioenfondsen herbalanceren. Er waren door de volatiliteit veel bandbreedtes in de asset-allocatie overschreden. De belangrijke vragen waren toen of er voldoende liquiditeit was en of er gezien de onzekerheid überhaupt moest worden geherbalanceerd. Ons advies is altijd om ondanks eventuele stress in de markt te herbalanceren, rekening houdend met de illiquiditeit, door bijvoorbeeld het herbalanceren te spreiden in de tijd. Voor de langere termijn moet bij een crisis als die van corona de vraag gesteld worden of er echt iets wezenlijks is veranderd waardoor de huidige portefeuille niet meer passend is. Pensioenfondsen krijgen hierover advies van hun fiduciair manager, ALM-adviseur en/of risicomanager.'

Verhoeven: 'Vanuit de tweede lijn adviseren wij niet, dat is



Foto: Archief Ortec Finance

LORANNE VAN LIESHOUT

De verleiding is altijd groot om op korte termijn iets te gaan doen. Maar achteraf blijkt vasthouden aan het langetermijnbeleid bijna altijd de beste keuze te zijn.

iets dat bij de eerste lijn thuishoort. Maar we geven pensioenfondsen wel inzichten om zelf de juiste 'calls' te kunnen maken. We worden steeds vaker uitgenodigd door besturen, dus ik denk dat we erin slagen hen de juiste tools aan te reiken. Wij toetsen vooral de huidige ontwikkelingen en de impact daarvan op bijvoorbeeld de dekkingsgraad. De ALM-studies staan daar eigenlijk boven. Die geven de uitgangspunten voor de lange termijn. De ALM speelt geen rol bij de beslissing om bijvoorbeeld wel of niet te herbalanceren.'

Van Lieshout: 'Er zijn wel twee situaties waarbij ALM een rol kan spelen. De eerste is als er strategische risicolimieten zijn overschreden. In dat geval kan er eventueel een nieuwe ALM-studie worden gedaan om te kijken hoe het nu verder moet. Als dan blijkt dat bijvoorbeeld niet meer aan de indexatie-ambitie kan worden voldaan, zou er met de stakeholders om de tafel moeten worden gezeten. Een tweede aanleiding om een nieuwe ALM-studie te doen, is als de aannames achter de ALM niet meer actueel zijn of geen draagvlak meer hebben binnen het pensioenfonds. Deze issues treden meestal niet in de eerste twee weken van een crisis op, maar met het voortduren van de crisis zien we dat pensioenfondsen hun langetermijnbeleid wel heroverwegen.'

Even een stap terug in de tijd. Risicomanagement heeft in de kredietcrisis nogal wat kritiek gekregen. Het zou niet toereikend zijn geweest. Daarna heeft risicomanagement een enorme vlucht genomen. Hoe is dat te verklaren?

Verhoeven: 'Pre-kredietcrisis betrof risicomanagement vooral het kwantitatief checken van de gemaakte risicoafspraken, zeg maar de rode of groene stoplichtjes. Na de kredietcrisis heeft risicomanagement veel meer een kwalitatieve rol gekregen: de risicomanager als sparring partner. Vanuit klantperspectief waren pre-kredietcrisis de vinkjes ook voldoende. Tegenwoordig hebben we veel meer discussie met klanten. Niet alleen over de modeluitkomsten, maar ook over de modellen zelf. Het risicobewustzijn is over alle geledingen nu veel groter dan vroeger. Daarom is het zo belangrijk om een actueel dashboard te hebben waarin alle portefeuille-componenten en hun onderlinge relaties verwerkt zitten. Alleen dan kun je een volledig beeld creëren van alle financiële risico's en real time what if-scenario's maken, zodat helder is wat bijvoorbeeld consequenties zijn op het gebied van valuta-, inflatie- of renterisico.'

Van Lieshout: 'Eens. Er is veel meer aandacht gekomen voor de datakwaliteit en het gebruik van risicomodellen, daar waar we voor de kredietcrisis nog weleens zagen dat er rücksichtslos data in modellen werden gestopt. De kwaliteit en kwantiteit van data werden in die gevallen onvoldoende gecheckt. Modellen worden gelukkig niet meer gezien als glazen bollen. Er is veel meer bewustzijn gekomen over de aannames achter en eventuele beperkingen van de modellen. Er is verder ook meer aandacht gekomen voor de risico-governance. Er is bij pensioenfondsen onderscheid gemaakt tussen de eerste, tweede en derde lijn van risicomanagement. Denk bijvoorbeeld aan het aanstellen van een bestuurder met verantwoordelijkheid voor risicomanagement. Tot slot is natuurlijk ook de kennis vanuit de kredietcrisis verwerkt in de risicomodellen. Als we nu kijken naar de bewegingen op de financiële markten ten gevolge van de coronacrisis, dan vallen die binnen de marges van de modellen. De coronacrisis geeft dus geen schommelingen die ons verrassen, al zijn de recente kortetermijnontwikkelingen wel gebeurtenissen waarvan de kans laag is dat ze zich voordoen.'

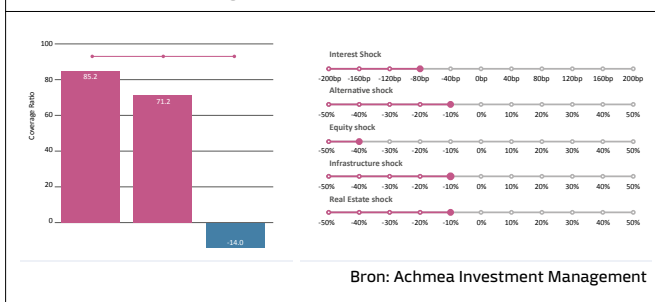
Heeft de coronacrisis invloed gehad op risicomanagement?

Van Lieshout: 'Zoals gezegd vallen de bewegingen door de coronacrisis binnen de marges. Dit komt mede doordat we door de kredietcrisis de modellen hebben aangepast. Er wordt nu meer rekening gehouden met dikstaartigheid en sterk oplopende correlaties tussen beleggingscategorieën in tijden van crises. De mate waarin de bewegingen binnen de marges vallen, hangt wel af van de horizon waarnaar we kijken. De recente kortetermijnontwikkelingen zijn evident heel extreem



Foto: Archief Cor Salverius

HARM VERHOEVEN

Figuur 1: Simulatie van veranderingen in beleggingsportefeuilles zodat een integraal beeld ontstaat van alle financiële risico's

geweest. Maar uit onze financiële modellen ten aanzien van de coronacrisis hebben we kunnen zien dat, rekening houdend met de modeluitkomsten van eind 2016, de gerealiseerde waarde van de portefeuille nog binnen de marges van de scenario's blijft. We zitten zelfs nog niet eens aan de onderkant van de scenario's. De daling was inderdaad heftig, maar vergeet niet dat er ook mooie beleggingsjaren aan vooraf zijn gegaan. Overigens is door de gedaalde rente het effect op de dekkingsgraad veelal wel negatiever dan op de waarde van de portefeuille.'

Verhoeven: 'Toen de coronacrisis uitbrak, ontstond er in eerste instantie een erg hoge volatiliteit, vergelijkbaar met die in 2008 na de val van Lehman Brothers. We hebben dit dus eerder gezien. Er was wel een groot verschil met toen: de liquiditeit in liquide markten droogde op bepaalde momenten op. In de creditmarkten zagen we in het heetst van de strijd maar fracties van de volumes die we gewend waren. Als de modellen moeten worden aangepast, dan is het niet op het vlak van volatiliteit, maar op het vlak van liquiditeit.'

Zelfs staatsobligaties hebben moeilijke tijden gehad, hoewel die gelukkig maar enkele dagen hebben geduurd. De lastige markt voor staatsobligaties viel net samen met het moment van herbalanceren. Daardoor sprong het gebrek aan liquiditeit natuurlijk nog meer in het oog. Het herbalanceren is hierdoor overigens niet stopgezet, maar uitgesteld of uitgesmeerd over een langere periode. Sommige fondsen hebben niet volledig naar het midden van de bandbreedte geherbalanceerd, maar bijvoorbeeld alleen naar de buitenband. Verder zijn er natuurlijk nog wat bijzondere omstandigheden voorbijgekomen, zoals een negatieve olieprijs of grote bied-laot spreads, waar bepaalde actieve strategieën wel erg veel last

Als we nu kijken naar de bewegingen op de financiële markten ten gevolge van de coronacrisis, dan vallen die binnen de marges van de modellen.

van kunnen hebben gehad. Tot slot is het ook geen eerlijke crisis. Er zijn sectoren die profiteren, zoals technologie, maar andere sectoren, zoals de luchtvaart, zijn de facto uitgeschakeld. We zien daardoor onder factorbeleggers ook grote resultaatverschillen.'

Van Lieshout: 'De wijze waarop beleggingsprocessen en de governance bij pensioenfondsen zijn ingericht, leiden ertoe dat ze weinig concrete acties kunnen ondernemen. Op de beslissingen over herbalanceren na worden de actieve beleggingsbeslissingen alleen nog maar door de gekozen managers genomen. Wellicht dat sommige fondsen in deze crisis tactisch willen ingrijpen, bijvoorbeeld met andere sector- of factorwegingen, maar dat is eigenlijk niet meer mogelijk. Wellicht worden vooral kwantitatieve strategieën na de crisis nog een keer onder de loep genomen. Deze crisis is overigens nog lang niet over. Er lopen nu zeer grote ondersteuningsprogramma's, monetair en vanuit overheden, maar straks moeten de economieën het weer zelf, zonder ondersteuning, overnemen. We moeten als risicomangers hier ook toekomstscenario's voor kunnen schetsen; zeg maar meer expertopinion dan modeluitkomsten op basis van historische data.'

Verhoeven: 'Er wordt tegenwoordig een andere skill set van de risicomanager gevraagd. Klanten zitten meer op interactie te wachten. Verbale vaardigheden en meer analytisch denkvermogen met het oog op what if-scenario's zijn belangrijk geworden. Mandaatcompliance blijft nodig, maar neemt tegenwoordig minder tijd in beslag.'

Wordt er ten aanzien van risico's nu ook sneller geschakeld?

Van Lieshout: 'Ja, er worden bijvoorbeeld sneller what if-analyses opgevraagd, of zelfs crisisteam opgericht. Er wordt ook op meerdere niveaus geschakeld, bij besturen, pensioenbureaus en beleggingscommissies en bij vermogensbeheerders zelf. Regulier overleg is niet altijd genoeg. Een pensioenfonds kan bijvoorbeeld een extra overleg inplannen met de fiduciair manager en/of de risicomanager om te bespreken welke opties er zijn bij het herbalanceren in minder liquide markten.'

Verhoeven: 'Het schakelen gaat tegenwoordig veel sneller dan vroeger. Voorheen stelden wij maandelijks een risicorapport op. Tegenwoordig draait alle informatie live en is deze gemakkelijk voor alle partijen inzichtelijk in dashboards. Zelfs what if-scenario's, bijvoorbeeld een correlatie die voor alle beleggingscategorieën naar 1 gaat, of een hedgeratio die van 70% naar 80% wordt gezet, kunnen met een druk op de knop inzichtelijk worden gemaakt. Portefeuilles simuleren dus. Systemen zijn volledig flexibel en scenario's kunnen op de specifieke omstandigheden van een pensioenfonds worden doorgerekend. Besturen hebben nu veel meer begrip van de risico's en zijn veel meer in control dan voorheen.'



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

COLUMN

Woningcorporaties: te grote opgaven, te weinig middelen

Woningcorporaties komen binnen enkele jaren in de financiële problemen. Hun volkshuisvestelijke opgaven zijn te groot en/of hun middelen schieten tekort. Hoog tijd om te kijken naar oplossingen!

In 2018 vroeg de Tweede Kamer zich af of de woningcorporaties nu wel of niet de middelen hadden om aan hun maatschappelijke taken te voldoen. Eind juli kwam het onderzoek 'Opgaven en Middelen' beschikbaar, waaruit duidelijk bleek dat dit niet het geval was. Van de benodigde investeringen van € 116 miljard in de periode tot 2035 kan € 30 miljard niet worden gerealiseerd. Woningcorporaties in de zuidvleugel van de Randstad hebben al in 2024 hun financiële grens bereikt.

Een belangrijke factor is de verhuurderheffing die zowel aan corporaties als aan andere professionele beleggers van gereguleerde huurwoningen onder de € 737 huur per maand is opgelegd en die de corporaties inmiddels zo'n € 2 miljard per jaar kost. De heffing die is ingevoerd per 1 januari 2013, werd indertijd door de politiek opgelegd om het 'maatschappelijk bestemde vermogen', dat in de corporatiesector inderdaad zeer ruim aanwezig was, af te romen ten dienste van de schatkist. In de praktijk moet inmiddels minstens twee maanden huur worden afgedragen aan de overheid. Natuurlijk moet die heffing weg in het belang van investeringen in de woningmarkt! Alleen al een halvering van de heffing vermindert het geraamde tekort in 2035 met de helft!

Een andere voor de hand liggende oplossing is om de woningcorporaties uit te zonderen van een specifieke Europese fiscale maatregel die belastingconstructies tegengaat, waardoor internationale bedrijven minder vennootschapsbelasting betalen. Het is typisch voor woningcorporaties dat ze (vrijwel) geen vennootschapsbelasting hoeven te betalen, omdat de activiteiten nauwelijks winstgevend zijn en zij voor hun activiteiten wel met hoge schulden zijn gefinancierd. Tot zover alle begrip en mijn steun voor deze oplossingen.

Dan zijn er nog twee andere oplossingen in het rapport waar ik op wil wijzen. De ene is de verduurzamingsoperatie waar de corporaties in voorop willen lopen. De andere oplossing ligt bij het verhuurbeleid dat corporaties voeren. Als op beide terreinen de ambities minder groot zouden zijn, is het tekort ook geheel oplosbaar!

Corporaties kiezen er bewust voor om voor ál hun huurders lagere woonlasten te willen realiseren. Ik vind de corporaties daarin echt doorslaan en betreur het dat ze daardoor hun eigen toekomstige financiële positie onmogelijk maken. Waarom nemen woningcorporaties voor hun hele voorraad bij de verduurzaming geen genoegen met de in het Klimaatakkoord afgesproken 'woonlastenneutraliteit'? Waarom de woonlasten verder verlagen voor alle huurders? Het realistisch verminderen van de verduurzamingsambities kan een flink deel van het tekort wegnemen.

En waarom gaan de corporaties bij de jaarlijkse huurverhoging akkoord met het in reële termen gelijk blijven van de huren door de huur alleen met inflatie te verhogen? Een extra huurverhoging van slechts 0,5 procent doet het tekort ook al met de helft verminderen!

Uiteraard krijg ik hier enorme kritiek op. Laat het duidelijk zijn dat ik veel waardering heb voor de maatschappelijke inzet van woningcorporaties voor de lage inkomens, maar je kunt ook te veel lasten op je schouders nemen. Uiteindelijk is het de overheid die voor inkomensondersteuning van lage inkomens verantwoordelijk moet blijven. Dat kun je als corporaties niet alleen oplossen en zeker niet als je daarmee je eigen voortbestaan op het spel zet. «

CURRENT RISK PROFILES DON'T CAPTURE THE EFFECT OF COVID-19 ON INVESTOR RISK APPETITE

By Emily Allen

The use of questionnaires in creating risk profiles is considered best-practice and complies with regulatory framework. But is an investor's risk profile accurately captured by a questionnaire? Different behavioral biases, experienced by investors in response to an event which lies outside their expectations, are demonstrated using the Covid-19 pandemic and provide an explanation as to why questionnaires alone do not result in a complete risk profile.

BACKGROUND

Dutch investment advisory and asset management firms are required to determine a risk profile for every client – a procedure which is set out by the

AFM. The AFM provides some best-practice questions that comply with the regulatory framework defined in the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). However, the finalized questionnaire provided to clients is largely up to the interpretation of each individual firm.

In classical finance theory, all investors make decisions based on rational expectations. Risks to the market are assumed to occur at a normally distributed frequency, meaning investors can correctly evaluate the risks of both current and future events when they form their risk tolerance beliefs. This understanding of risk tolerance implies that a client's risk profile should not differ in response to current market fluctuations – as the risks associated with these macroeconomic conditions are known and already included in their tolerance level.

ANALYSIS

The coronavirus crisis presents an opportunity to explore how behavioral biases interfere with client's expectations

and alter their risk profile. An experiment was conducted with a Dutch asset management firm using a sample of their clients who responded to the risk profiling questionnaire, once before and once during the Covid-19 pandemic.

The questionnaire that was used for the experiment was consistent with regulation and was organized into two sections which make up a risk profile: 'Risk Capacity' and 'Risk Appetite'.¹ 'Risk Capacity' measures how much financial risk the investor is able to carry, while their 'Risk Appetite' is based on how much financial risk they are willing to carry. The 'Risk Capacity' section included investor characteristic questions about wealth and income, but also questions regarding gender, employment status and financial knowledge.

The 'Risk Appetite' section included questions which directly address risk tolerance, such as participating in a hypothetical gamble and being asked to self-evaluate their level of tolerance as a number – a higher number indicating a



Emily Allen

higher tolerance. The 12 questions in this section of the questionnaire were each used as proxy measures for risk tolerance in a regression model.² A selection of the investor characteristic questions were used as controls and a time dummy³ was included to indicate the effect of Covid-19. Two more control variables, 'market volatility' and 'market direction', were added to the model to see if they could further explain why the coronavirus crisis might affect risk appetite.⁴

The coronavirus crisis presents an opportunity to explore how behavioral biases interfere with client's expectations and alter their risk profile.

BEHAVIORAL BIASES

The results of the analysis demonstrate that for 10⁵ out of 12 questions, an external shock to the market, such as the outbreak of Covid-19, lies outside of investor expectations and decreases their risk appetite. So, if the behavior of clients cannot be explained under the assumption of rational expectations, is there an underlying determinant of how they make investment decisions?

The field of behavioral finance allows for many biases associated with investors incorrectly forming their beliefs and can be categorized into two arguments: 'Cognitive biases' and 'Emotional biases'. Cognitive biases, or how people think, include information processing errors such as 'Framing' or 'Projection Bias'. These types of biases can be managed if an advisor is aware of them and educates the investor. Emotional biases are driven by how people feel, and an advisor may have to accept that it is more difficult to change the way a client feels. 'Loss Aversion' and 'Overconfidence' are examples of how emotions can overpower during times of stress.

These biases offer an explanation as to why clients experienced a decrease in risk appetite during the Covid-19 pandemic. In particular, Projection Bias, which involves projecting current events into the future, can account for this decrease in risk appetite, as clients are not thinking rationally about the nature of a market cycle. Furthermore, clients may be experiencing Loss Aversion, in

that during market decline they begin to evaluate losses as twice as bad, compared to gains. This in turn influences the formation of their beliefs on risk.

There are two questions⁶ to which the responses indicate a higher risk appetite for some clients during COVID-19. Both of these questions refer to the client evaluating their own risk tolerance and it is possible that they do not actually understand their own appetite. Emotional biases, such as Overconfidence, offer a further explanation as to why clients feel their own risk appetite is higher during a crisis.

RECOMMENDATIONS

There is no doubt that a risk profiling questionnaire lays the foundation for advisor-client relations and that it is a quick solution to covering questions such as those included in the 'Risk Capacity' section. However, they should be used with caution as the results indicate that the different styles of questions in the 'Risk Appetite' could produce conflicting risk profiles.⁷ A questionnaire might comply with regulation, but it does not complete the risk profiling process and most likely only represents half of the solution for suitable asset allocation.

Further investigation into the individual behavior of clients is necessary. This could be done through a personality test or through online-gaming software that has recently become available to many companies to elicit individual's

behavioral traits during the hiring process. There is no reason to discard these as a resource for new clients. This extra measure could result in the construction of a portfolio which is better suited to the client, resulting in a more satisfied client. Understanding a client's behavior would also indicate how to effectively communicate with them. Some clients might respond better to direct language and some clients may just require more communication.

Nevertheless, to prevent a loss of relationship between advisor and client, educating both parties on behavioral biases would help the advisor to recognize situations when they emerge and would challenge the client to understand how basic psychological concepts get in the way of making rational investment decisions – or worse, get in the way of satisfaction with their investments. «

-
- 1 Next, financial goals are taken into account, to see whether they are attainable with regard to the capacity and appetite.
 - 2 Specifically an ordered probit model. This is a type of regression which allows risk tolerance to be analysed as a range from 1-5 (with 5 being the most risk tolerant) – which is the way questions in the 'Risk Appetite' section of the questionnaire are answered.
 - 3 Indicating whether the questionnaire was from before or during COVID-19.
 - 4 The complete model for the regression analysis included nine control variables: COVID-19, Age, Age², Gender, Employment Status, Wealth, Income, Volatility Index and Equity-only Put/Call Ratio.
 - 5 Seven of these questions have significant COVID-19 related variables; three at the 1% significance level, one at the 5% significance level and three at the 10% significance level.
 - 6 Question 35: Have previous financial crises influenced your investor behavior?; Question 37: Self- evaluate your risk tolerance score (0-100).
 - 7 Hypothetical scenario questions recorded a decrease in risk tolerance whereas self-evaluation questions reported an increase in risk tolerance.

Reference:
 Allen, E. (2020). The Effect of a Risk Tail Event on Investor Risk Tolerance. Utrecht University School of Economics Master Thesis. Thesis written during an internship at the Aureus Group.

Link to thesis <https://www.financialinvestigator.nl/nl/nieuws-detailpagina/2020/08/24/Current-Risk-Profiles-Dont-Capture-the-Effect-of-COVID-19-on-Investor-Risk-Appetite>

This article was written by Emily Allen, MSc graduate, Utrecht University.

HOE BEOORDEEL JE ALS BESTUUR DE PRESTATIES VAN DE FIDUCIAIR MANAGER?

Door Hans Amesz

Onlangs vond de Live Uitzending voor pensioenfondsbestuurders plaats over Fiduciair Management en Uitbesteding van de Externe Manager Selectie. Het event was via een live stream online te volgen en werd live bijgewoond door een geselecteerd aantal bestuurders. Het eerste onderwerp dat aangesneden werd, ging over de wijze waarop je als bestuurder de prestaties van een fiduciair manager kunt beoordelen. Onder leiding van dagvoorzitter Anton van Nunen, van Van Nunen & Partners, gingen Jeroen van der Put, verbonden aan diverse pensioenfondsen, Frank Verveld, van Pensioenfonds Campina, en Anton Wouters, van BNP Paribas Asset Management, met elkaar in discussie.

Zijn er goede KPI's vast te stellen om fiduciair managers te beoordelen?

Jeroen van der Put: 'Als pensioenfondsen heb je ooit op basis van een aantal criteria een fiduciair geselecteerd. Diezelfde criteria zou je moeten gebruiken op het moment dat je je fiduciair evalueert. Welke criteria dat zijn? Een is kwaliteit van dienstverlening. Het tweede criterium is klantgerichtheid en communicatie. Het derde is de manier waarop de fiduciair

manager zijn stukken schrijft. Is de fiduciair in staat om de hoofdlijnen op te pakken die voor het bestuur relevant zijn? Er spelen immers altijd belangen die niet per se parallel lopen met die van het pensioenfonds. Wees daar dus transparant over. Als dat allemaal goed op papier staat, kun je daar op een eerlijke manier rekening mee houden.'

Frank Verveld: 'Wij hebben geen specifieke KPI's vastgelegd, maar beoordelen continu hoe de fiduciairs het doen, met welke voorstellen ze komen, wat de kwaliteit van hun adviezen is. We beschouwen ze als volstrekt onafhankelijke adviseurs. We willen niet dat ze zelf gaan beleggen, om belangentegenstellingen te voorkomen. Het gaat vooral om de kwaliteit van de mensen die je tegenover je krijgt.'

Wat denkt een aanbieder van fiduciair management als hij hoort welke meetlat wordt gebruikt om een fiduciair te beoordelen?

Anton Wouters: 'Dan denk ik dat er twee aspecten zijn: het kwalitatieve en het kwantitatieve. Het is zinvol om zoveel mogelijk naar een goede fiduciaire relatie te streven waarin je ook kwantitatieve meetpunten hebt. Uiteindelijk draagt de fiduciair bij aan de ontwikkeling van de beleggingsstrategie en de implementatie daarvan. In beide zijn meetpunten mogelijk, zoals de beoordeling van de waarde van asset-

Foto's: Ruben Eschuis Photography



Ik heb nogal wat pitches meegemaakt, de ene kwantitatief beter meetbaar dan de andere, maar uiteindelijk gaf het gevoel vaak de doorslag.

allocatieadviezen of de efficiëntie van de rentehedge. Daarnaast heb je nog de waarde van de managerselectie en verder zijn monitoring en reporting belangrijk. Dat behelst meer dan het aanleveren van een lijstje met cijfers bij de custodian. Bij de beoordeling van de fiduciair gaat het uiteindelijk om het totaalplaatje.'

Hoeveel gewicht geef jij aan de kwantiteit en hoeveel aan de kwaliteit als het om de beoordeling van de fiduciair gaat?

Wouters: 'Ik vind beide even belangrijk. Een discussie over het juiste functioneren van een fiduciair manager wordt natuurlijk het beste onderbouwd door de kwantitatieve performance. Dat maakt de discussie in één keer helder en transparant. Als je gaat praten over de kwaliteit van de geschreven documenten, kan er heel goed frictie ontstaan. Uiteindelijk beslist het pensioenfonds dat de fiduciair manager heeft aangesteld natuurlijk over de totale relatie. Maar hoe meer er kwantitatief kan worden gemeten, hoe prettiger dat waarschijnlijk is voor de fiduciair manager.'

Van der Put: 'Uiteindelijk is het gevoel het allerbelangrijkste. Het is natuurlijk van belang dat je het softe deel, om het zo maar te duiden, enigszins goed in kaart probeert te brengen door ook daar criteria aan te verbinden. Bijvoorbeeld: wanneer is de communicatie goed en wanneer niet? Maar het gevoel is vaak doorslaggevend. Ik heb nogal wat pitches meegemaakt, de ene kwantitatief beter meetbaar dan de andere, maar uiteindelijk gaf het gevoel vaak de doorslag.'



Verveld: 'Overall gaat het om de kwalitatieve aspecten, waarbij het misschien goed is om op te merken dat wij proberen – ook in de beleggingsadviescommissie – een sterke countervailing power neer te zetten met goede adviseurs. Daardoor kunnen we soms sterker dan de bestuurders tegen de fiduciair ingaan, om te proberen tot optimale prestaties te komen. Als je ziet dat dat werkt, geeft dat het prettige gevoel op de goede weg te zijn.'

Doet het pijn als je acht kwartalen achtereen moet rapporteren dat de managerselectie een negatieve bijdrage aan het rendement levert?

Verveld: 'Als de fiduciair steeds met verkeerde managers aankomt, wordt het op een gegeven moment tijd om afscheid van hem te nemen. Als de prestaties van de manager een keer tegenvallen, moet daar een goede uitleg voor zijn. Managerselectie gaat niet alleen om prestaties, maar ook om de mensen die er zitten. Heeft de fiduciair een goed contact met die mensen, weet hij wat er in het algemeen bij een aangestelde manager gebeurt? De fiduciair moet goed in de gaten hebben waarom het pensioenfonds een bepaalde manager heeft gekozen, maar ook waarom er op een bepaald moment afscheid van die manager wordt genomen. Het gaat, zoals gezegd, niet alleen om de prestatie van de fiduciair in een paar periodes, maar ook om de manier waarop de fiduciair omgaat met het aanhouden of wegsturen van managers.'

We hebben nu te maken met een virale aanval op ons hele economische systeem. Krijgen jullie genoeg input van je fiduciair om daarmee om te gaan?

Van der Put: 'Zonder meer. Ik ben in januari, toen het coronavirus opkwam, met een risicomanagementbril op tot de conclusie gekomen dat het weleens heel groot zou kunnen worden. In de beginfase merkte je dat fiduciairs daar misschien nog wat terughoudend over deden, maar ik heb ze ook gezegd: als het goed is, hebben jullie natuurlijk een pandemiscenario. Dat bleek ook zo te zijn. Er zijn vlijtig scenario's gemaakt.'

Verveld: 'Wij zijn vanaf het begin goed gesteund in ons denken over hoe de scenario's zich zouden kunnen ontwikkelen en hoe we daarmee om moeten gaan. Als wij meer dan vijf procent in onze dekkingsgraad zakken, roepen we de crisiscommissie bij elkaar. Wij hebben de fiduciair er vanaf het begin bijgehaald en samen naar de scenario's gekeken. Op 1 april hebben we ons afgevraagd of we moesten rebalanceren of niet. Het antwoord was: in principe wel. Uiteindelijk hebben we de helft gedaan, waarmee we de portefeuille weer binnen de strategische bandbreedte hebben gebracht. Dat was ook het advies van de fiduciair. Achteraf gezien hadden we meer moeten doen, maar het was in ieder geval beter dan niks. Dus nogmaals: we worden duidelijk gesteund in het denken in scenario's.' «

HOE KAN HET RENDEMENT VAN DE PORTEFEUILLE WORDEN VERBETERD?

Door Hans Amesz

De onlangs gehouden Live Uitzending over Fiduciair Management en Uitbesteding van de Externe Manager Selectie bood veel discussie en interactie tussen bestuurders en deskundigen op het gebied van fiduciair management. Een van de prangende vragen waarop antwoord werd gezocht, was hoe het rendement van de matchingportefeuille kan worden verbeterd. Onder voorzitterschap van Anton van Nunen, van Van Nunen & Partners, gingen Jelle Mensonides en Jeroen van der Put, beiden verbonden aan diverse pensioenfondsen, en Jan Willemsen, van BMO Global Asset Management, met elkaar in discussie.

Hoe verbeter je het algemene rendement van de matchingportefeuille?

Jan Willemsen: 'Ik denk dat veel pensioenfondsen nog werken met traditionele benchmarks voor de verschillende onderdelen van de matchingportefeuille. Wij denken dat je met een integrale aanpak het rendement kan verbeteren en de voorspelbaarheid van de nagestreefde uitkomst kan verhogen. Die integrale aanpak houdt in dat je niet meer denkt in componenten voor de matching, maar dat je dat gezamenlijk bekijkt. De verplichtingen vormen de benchmark voor de LDI-portefeuille. Je moet

specifieke instrumenten selecteren, zoals obligaties en swaps, die goed passen bij de verplichtingen, in plaats van een markt-index te volgen. Als je de index loslaat, kun je je meer richten op staatsleningen in het lange segment, die ook goed combineren met de verplichtingen en wat hoger renderen. Daarnaast zul je na moeten denken over het iets verbreden van het beleggingsuniversum. In de index die vaak wordt gevolgd, zitten bijvoorbeeld niet de Duitse lagere overheden en, wat betreft Nederland, niet de Waterschapsbank. Toch zijn dat heel goede emittenten die je kunt gebruiken in een integrale benadering. Je zou zelfs investment grade credits voor zo'n aanpak kunnen gebruiken. Zo'n benadering is ook bij credits beter dan een indexbenadering, want in de index zitten ook veel titels die niet voldoen aan de criteria. Daar komt bij dat de omloopsnelheid van de portefeuille vermindert. In de index zitten immers allerlei bewegingen die je eigenlijk niet hoeft te volgen met het oog op je verplichtingen.'

Jeroen van der Put: 'De verplichtingen vormen het vertrekpunt, oftewel de benchmark voor de matchingportefeuille. Je hebt

Wij denken dat je met een integrale aanpak het rendement kan verbeteren en de voorspelbaarheid van de nagestreefde uitkomst kan verhogen.



Op het moment dat je een wat complexere portefeuille hebt of in producten van de fiduciair zit, heb je meer countervailing power nodig. Of, anders gezegd, meer governance budget.

staatsobligaties en swaps nodig om je hedge op te bouwen. Daar is voldoende liquiditeit voor nodig. Bij rentebewegingen moet je of liquiditeit leveren, of je krijgt juist liquiditeit. Je kunt een deel van de portefeuille – en dan heb ik het over credits en hypotheek – mee laten tellen in je hedge. Via credits en hypotheek zorg je ervoor dat je wat meer rendement genereert.

Staatsobligaties van Europese kernlanden, triple A-landen, leveren uiteindelijk te weinig rendement op om aan de verplichtingen te voldoen. Ik denk zelf wel vaak vanuit de kernlanden, dus ik vind het best een stap om bijvoorbeeld Frankrijk daaraan toe te voegen. Maar ook in het nieuwe pensioenspel is het de vraag of je Frankrijk niet gewoon kan toevoegen. Het eurocrisis-scenario is weer een aantal stappen achter de horizon verdwenen, onder andere doordat de Europese Unie weer zo massaal geld in het systeem heeft gepompt.'

Jelle Mensonides: 'Het FTK is het uitgangspunt voor pensioenbestuurders, maar je kunt je afvragen of het FTK wel het meest doelmatige instrumentarium biedt voor een toekomstig pensioen. Het nieuwe pensioenakkoord, waarvan ik de details nog niet ken, biedt misschien perspectieven waardoor de hele discussie over het renterisico in een ander daglicht komt te staan. Het FTK noemt het renterisico het nominale risico; het inflatierisico is daaraan ondergeschikt. De afgelopen jaren hebben we een relatief lage inflatie gezien, maar dat kan in de toekomst natuurlijk heel anders worden. Als het inflatierisico weer een belangrijke rol gaat spelen, ga je met het nominale kader, zoals we dat nu kennen, diep het schip in. Daar plaats ik grote vraagtekens bij, nog los van alle problemen in verband met de schuldenposities van landen.'

Kun je als pensioenfondsbestuurder blijven functioneren door je nominaal in te dekken met het FTK als achtergrond dat zijn eindpunt nadert? Of moet je als sector proberen iets anders te organiseren?

Mensonides: 'Nieuwe bestuurders moeten geen generaals worden die de nieuwe oorlog met oude instrumenten willen beginnen. De overgang van het oude FTK naar een nieuwe situatie is buitengewoon gecompliceerd en zal bij heel veel pensioenfondsen voor hoofdbreken zorgen. De politieke invloed op het pensioensysteem is aanzienlijk en zal alleen

maar toenemen. We moeten naar een zo kort mogelijke overgangperiode streven, waardoor pensioenfondsbestuurders aan zet kunnen blijven. Anders gaan ze iets beloven aan hun deelnemers wat ze uiteindelijk niet waar kunnen maken.'

Kan een pensioenfonds in de producten van zijn eigen fiduciair beleggen?

Van der Put: 'Dat kan efficiënt zijn, maar je moet wel zorgen dat je daar je countervailing power goed voor geregeld hebt.'

Mensonides: 'Het bestuur moet ervoor zorgen dat de countervailing power aanwezig is. Ik denk dat, over het algemeen, de structuren de afgelopen jaren aanzienlijk verbeterd zijn en dat de kwaliteit, de kennis van de mensen en de organisatie behoorlijk adequaat zijn.'

Van der Put: 'Het bestuur moet altijd countervailing power bieden, maar dat is natuurlijk afhankelijk van de risico's die worden gelopen en de belangentegenstellingen die er zijn. Op het moment dat je een wat complexere portefeuille hebt of in producten van de fiduciair zit, heb je meer countervailing power nodig. Of, anders gezegd, meer governance budget. Daarbij moet je ervoor zorgen dat je checks and balances op dat punt gewoon goed georganiseerd zijn.'

Is het Nederlandse pensioenfonds gemiddeld genomen goed in het organiseren van countervailing power?

Willemsen: 'Ik denk van wel. Over het algemeen zijn er in beleggingscommissies externe adviseurs aanwezig die op het gebied van renteafdekking voor de nodige countervailing power zorgen. De hoogte van onze renteafdekking wordt ook regelmatig gecontroleerd door custodians en consultants. Als je iets wilt veranderen, moet je met allerlei memo's en adviezen op de proppen komen. Dus al met al geloof ik dat er zeker sprake is van een goede countervailing power.' «





VOORZITTER: Anton van Nunen, *Van Nunen & Partners*

DEELNEMERS: David Diepbrink, *Mercer*

Frederik Mannaerts, *Russell Investments*

Karin Roeloffs, *Avida International*

Maureen Schlejen, *NN Investment Partners*

Geert-Jan Troost, *BlackRock*

PANELDISCUSSIE OVER DE ONTWIKKELINGEN IN DE FIDUCIAIRE MARKT

Door Hans Amesz

Aan het einde van de Live Uitzending over Fiduciair Management en Uitbesteding van de Externe Manager Selectie die onlangs plaatsvond, gingen vijf professionals met diepgaande kennis van de fiduciaire markt met elkaar in discussie over de trends die zich nu afspelen in het fiduciaire landschap. Er werd onder meer ingegaan op de trend van ontbundeling van expertise, ervaringen in het buitenland, de groei van APF's en op de ontwikkeling van de feestructuur.



Steeds meer pensioenfondsen sluiten meerdere partiële fiduciair managementcontracten af. Zijn daar ook nadelen aan verbonden?

Frederik Mannaerts: 'Deze trend laat zien dat pensioenfondsen zich steeds meer bewust worden van de toegevoegde waarde die specialisten kunnen leveren. Een aanpak waarbij meerdere partijen actief zijn, zoals een LDI-manager en een return-portefeuille-manager, komt de governance ten goede, dat wil zeggen dat de countervailing power op een nette manier georganiseerd kan worden en conflicts of interest worden opgelost.'

Karin Roeloffs: 'Een pensioenfonds moet er goed over nadenken of het meerdere fiduciairs wil inhuren, want daardoor haalt het meer governance naar zichzelf toe. Het pensioenfonds moet ervoor zorgen dat de partijen die het aanstelt goed met elkaar kunnen samenwerken en niet naar elkaar gaan wijzen als het fout gaat. Overigens, we hebben net een behoorlijke crisis gehad en dan kan het goed zijn alles in de hand van één partij te leggen, zodat er snel geschakeld kan worden.'

Kunnen we iets leren van het buitenland?

David Diepbrink: 'De belangrijkste les uit het buitenland is dat niemand hier zit te wachten op iemand uit het buitenland die vertelt hoe het moet. In Australië en Nieuw-Zeeland, waar ik gewerkt heb, zie je dat de deelnemer veel actiever in het debat betrokken wordt. De deelnemer wil graag weten: wat wordt er voor mij ingelegd, wat wordt daarmee gedaan en wat krijg ik ervoor terug?'

Geert-Jan Troost: 'In de Verenigde Staten bestaat DC al heel lang. Mijn werkgever heeft daar veel ervaringen opgedaan. Je ziet een soort nutsapproach, waar de deelnemer echt betrokken is bij het doel van de DC-beleggingen en zich bewust is van risico's in tijden van tegenslag. Dus niet één keer per jaar een overzicht naar je deelnemers sturen, maar via communicatie en 'tools' inzicht en betrokkenheid kweken bij de deelnemers.'

De laatste tien jaar heeft fiduciair management zich sterk ontwikkeld. Daarnaast heb je ook een sterke opkomst van bestuursbureaus gezien. Is dat dubbelop?

Mannaerts: 'Door het inschakelen van een fiduciair kunnen het beleggingsproces en de beleggingspropositie ook complexer worden. Wordt er van de fiduciair verwacht dat hij de problematiek die er speelt, oplost en weet wat er in de markt speelt? Vanuit die optiek, vanuit de complexiteit die een fiduciair met zich mee kan brengen, heeft een bestuursbureau daadwerkelijk een functie en kan het ook de countervailing power richting de fiduciair leveren. Wij denken niet aan een trend die dubbelop is, maar zien wel mogelijkheden voor de fiduciair om daarmee waarde toe te voegen.'

Als ik een parallel trek tussen APF, bestuursbureau en fiduciair, dan vind ik onafhankelijkheid het belangrijkste.

Hoe ga je als aanbieder van fiduciair management om met bestuursbureaus?

Maureen Schlejen: 'Wij hebben klanten met en zonder bestuursbureau en beide vormen werken eigenlijk heel goed. Wat belangrijk is bij het hebben van een bestuursbureau en de relatie die je aangaat met je fiduciair, is dat je heel goed de coördinatie regelt en afspraken met elkaar maakt. Welke taakverdeling is er: wie doet wat en wie pakt wat op? Het is onze ervaring dat al in het pitchingproces heel duidelijk moet zijn wat je van elkaar verwacht. Als je van tevoren goede afspraken maakt, draagt dat bij aan het functioneren in de praktijk.'

Hebben APF's en bestuursbureaus iets met elkaar gemeen?

Troost: 'De afgelopen jaren hebben we gezien dat pensioenfondsen hun beleid en governance sterk hebben moeten aanpassen, op continue basis. In eigenlijk alles is sprake van veranderingen: de rente, rendementen, investment beliefs, de opkomst van duurzaamheid. Dat continue proces, waarvoor pensioenfondsen zich gesteld zien om zich te blijven aanpassen en de governance te bewaken, heeft ook geleid tot vrij innovatieve of nogal vooruitstrevende stappen van pensioenfondsen. Het begint heel eenvoudig met het inhuren van externen. Vervolgens gaat het om de partnership die je kunt hebben met een fiduciair: je blijft zelf aan het stuur, maar je hebt een partner die dingen van je overneemt. De derde fase is echt opgaan in een APF, waar een onafhankelijk bestuur zit. De drijfveren om naar een APF of een fiduciair te gaan, zijn vaak kosten en 'bemensing'. Als ik een parallel trek tussen APF, bestuursbureau en fiduciair, dan vind ik

Het toezicht in Nederland functioneert goed, iedereen weet wat de spelregels zijn.

onafhankelijkheid het belangrijkste. Het tweede is kwaliteit. Dat is natuurlijk een doodoener, maar ik denk dat de eisen die je aan APF en fiduciair mag stellen, jou niet mogen beperken in hetgeen je nodig hebt om het beste aan je deelnemers te bieden. Als je je op een of andere manier beperkt voelt door bijvoorbeeld de selectiekwaliteiten of de infrastructuur van je fiduciair of je APF, dan heb je gewoon niet de goede keuze gemaakt. Je kunt natuurlijk wisselen van fiduciair en in en uit een APF stappen, maar dat doe je als pensioenfonds natuurlijk liever niet. Dat doe je pas als het echt misgaat. In die zin is flexibiliteit belangrijk: je wilt een stap maken naar een partij die daarin voor de lange termijn kan voorzien.'

Schlejen: 'Er is vraag naar het APF, wat vaak te maken heeft met complexiteit, governance en kosten. Tegelijkertijd zie je dat het belangrijk is binnen een APF-structuur de governance goed op orde te hebben.'

Roeloffs: 'Je ziet dat een bestuursbureau een grotere rol speelt bij APF's dan bij single pensioenfondsen omdat er meerdere 'collectiviteitskringen' onder een APF vallen. Je ziet, zeker bij APF's, dat bestuursbureaus enorm belangrijk zijn in het voorbereiden van beleid en in het aansturen van de fiduciair manager. Ik verwacht een toename van fondsen die naar een APF gaan en dan gaat het bestuursbureau een nog belangrijkere rol spelen omdat de bestuurscomplexiteit ook steeds groter wordt.'

Schlejen: 'Daar waar voorheen iedereen die toetrad tot een APF de eigen kring wilde hebben en behouden, zie je dat dat nu wel verandert. Er is veel meer belangstelling gekomen om toe te treden tot een multi-clientkring teneinde zich open te stellen voor anderen. Dat is anders dan een of twee jaar geleden.'

De afgelopen jaren hebben we op het gebied van fees een race naar de bodem gezien. Staat dat niet haaks op het feit dat de fiduciair in een laagrentende omgeving steeds belangrijkere taken krijgt?



Roeloffs: ‘Je hebt inderdaad gezien dat de fee naar beneden is gegaan en dat de eisen en verwachtingen richting de fiduciair alleen maar zijn toegenomen. Dat komt natuurlijk doordat er in een jaar niet zoveel mandaten zijn te vergeven en de partijen in de markt het niet willen verliezen op de fee. De druk is daar echt goed opgevoerd. Daardoor heeft een aantal partijen zich uit de markt teruggetrokken. Nieuwe toetreders zijn er niet, want het is heel erg lastig om als nieuwe partij te beginnen aan een complexe activiteit met zoveel eisen tegen een lage fee. Als econoom zeg ik: dat is geen erg gezonde marktsituatie. We zitten nu op een punt waar erg scherp aan de wind wordt gezeild. We praten veel over duurzaamheid en daar horen ook duurzame relaties bij. Als pensioenfonds kun je je afvragen: is er sprake van een gezonde en duurzame relatie met de fiduciair? In een selectieproces zou je als pensioenfonds misschien wat minder op de fee moeten letten en meer op hoe passend de fiduciair voor je is. Spreek die mijn taal, voldoet die precies aan mijn wensen?’

Is een performance related fee een oplossing?

Roeloffs: ‘Waar moet je dan op meten? Hoe de dekkingsgraad zich ontwikkelt? Of ga je op KPI's sturen? Als je een fiduciair kiest, kies je een partner voor de langere termijn: je gaat een relatie aan waarin je regelmatig met elkaar spreekt en de gang van zaken evalueert. Dan verwacht je dat er, mocht er niet aan verwachtingen worden voldaan, wordt bijgestuurd. Ik zou daarom een performance related fee niet op voorhand adviseren.’

Schlejen: ‘Ik heb het idee dat we op dit moment toch wel een soort balans hebben bereikt. Het gaat om het hele fiduciaire pakket en niet alleen om de fee.’

Is de bodem van de feestructuur in zicht? In de afgelopen vijftien jaar zijn er minstens tien fiduciairs afgevallen. Houd je een voldoende groot universum over?

Roeloffs: ‘Ik zou het een hele slechte zaak vinden als er nog meer partijen moeten afhaken. Naar mijn mening is er op dit moment nog genoeg te kiezen, ook omdat veel fiduciairs natuurlijk modulaire diensten aanbieden en er dus nog verschillende combinaties te maken zijn. Maar als er minder aanbieders zijn, wordt het wel lastig om echt een keuze te hebben.’

Op het gebied van managerselectie kan een grote fiduciair een klant veel inkoopvoordeel bieden, waardoor het belang daarvan in het totale rendement toeneemt.

Je ziet, zeker bij APF's, dat bestuursbureaus enorm belangrijk zijn in het voorbereiden van beleid en in het aansturen van de fiduciair manager.

Pensioenfondsen willen eigenlijk niet betalen voor de advisering die bij de portefeuille-samenstelling heel belangrijk is, maar geven wel goud geld uit aan de managerselectie die veel minder bijdraagt aan het resultaat. Wat is jullie ervaring met deze omgekeerde piramide?

Schlejen: ‘Op het gebied van managerselectie kan een grote fiduciair een klant veel inkoopvoordeel bieden, waardoor het belang daarvan in het totale rendement toeneemt. Tegelijkertijd komen er in het bovenstuk van de piramide, het adviesstuk, steeds meer vragen van pensioenfondsen naar maatwerk. De bereidheid om daar extra voor te betalen, is toegenomen.’

In het nieuwe pensioenstelsel zijn, denk ik, twee dingen van belang: individualisering en DC. Waar gaan we naartoe?

Troost: ‘Waar we als asset managers en fiduciairs in het nieuwe stelsel de pensioenfondsen enorm mee kunnen helpen, is in hun relatie met de deelnemers. Deelnemers worden echt deelnemers in de zin dat zij deelnemen in de plussen en minnen van de financiële ontwikkelingen van hun pensioenfondsen. Pensioenfondsen moeten ervoor zorgen dat hun deelnemers financieel voldoende onderlegd zijn. En ze moeten ervoor zorgen dat hun deelnemers zich bewust zijn van het feit dat hun pensioenpotten op en neer kunnen bewegen. Dat ze zich bijvoorbeeld afvragen: spaar ik wel voldoende, ga ik het hiermee straks redden? Bewustzijn en educatie worden heel belangrijk.’

In het verleden was de communicatie van de toezichthouder naar individuele pensioenfondsen eenrichtingsverkeer. Is dat veranderd en is er nu meer sprake van tweerichtingsverkeer?

Roeloffs: ‘De Nederlandsche Bank stelt zich veel meer open voor reacties uit de sector. Maar een toezichthouder is een toezichthouder, die zit er niet alleen om te communiceren.’

Diepbrink: ‘Het lijkt erop dat de toezichthouder ontvankelijker is voor terugkoppeling vanuit de pensioensector. Een betrokken toezichthouder is natuurlijk altijd goed. Het toezicht in Nederland functioneert goed, iedereen weet wat de spelregels zijn.’

Door het inschakelen van een fiduciair kunnen het beleggingsproces en de beleggingspropositie ook complexer worden.

Moeten er nu al initiatieven worden genomen om sneller te komen tot minder invloed van de rekenrente, die op zijn laatste benen loopt?

Schlejen: 'Daarover moeten we met elkaar een dialoog voeren. Al is het maar om naar de nieuwe situatie op pensioengebied toe te groeien. Kijken of we iets van een overgangperiode kunnen realiseren.'

Roeloffs: 'Ik wil niet pessimistisch zijn, maar in de sector als geheel is het waarschijnlijk lastig discussiëren omdat er verschillende fondsen zijn met verschillende belangen. Ik hoop dat de huidige situatie triggert om samen iets te doen, maar zie dat niet direct gebeuren.'

Mannaerts: 'De deelnemer komt centraal te staan. Hoe meer dat tot uiting komt, ook in het fiduciair management, hoe positiever het is.'

Diepbrink: 'Nogmaals, het is heel belangrijk voor een deelnemer dat hij of zij weet wat er wordt ingelegd, wat daarmee wordt gedaan en wat hij of zij daarvoor terugkrijgt. Educatie speelt hierbij een belangrijke rol.'

Als je iemand de mogelijkheid geeft uit zijn pensioenpot een grote onttrekking te doen, gebeurt dat dan ook?

Diepbrink: 'Dat gevaar is zeker aanwezig. Educatie is hierbij een belangrijk element, maar of dat voldoende is om een grote

onttrekking te voorkomen, is nog maar de vraag. De manier waarop wij in Nederland met pensioenen en sociale zekerheid omgaan, is iets dat we als natie met elkaar hebben opgebouwd en verworven. Mensen aan hun lot overlaten hoort daar niet bij. Voorlopig zal er in Nederland zeker een zorgplicht blijven bestaan, wat goed is.'

Schlejen: 'Ik denk dat je mensen altijd moet beschermen tegen het plukken van hun eigen pensioenpot. Ik ben bang dat als je mensen de mogelijkheid geeft iets van hun pot af te romen, dat dat voor een bepaalde groep té verleidelijk is. Die mensen zullen daar waarschijnlijk achteraf spijt van hebben als ze merken dat ze na pensionering niet één, maar misschien wel tien stapjes terug moeten doen.'

Roeloffs: 'Ik sta niet afwijzend tegenover het idee van een beperkte mogelijkheid van onttrekking voor bijvoorbeeld het aflossen van een hypotheeklening. Maar als we het hebben over meer individuele keuzes, dan moeten we het ook hebben over educatie. Dat is heel lastig gebleken, omdat de deelnemers ervan uitgingen dat alles voor ze geregeld werd. Misschien verandert dat in het nieuwe stelsel, doordat dit duidelijker is over het opgebouwde vermogen.'

Anton van Nunen:

'Als voorzitter van deze middag die in het teken stond van fiduciair management en externe managerselectie zou ik een aantal conclusies uit onze discussie willen trekken en enkele slotopmerkingen willen maken. Eén daarvan is dat ik er gelukkig mee ben dat het renterisico echt zijn langste tijd gehad heeft. Niet het renterisico als zodanig, maar het renterisico zoals we het voor een pensioenfonds hebben gedefinieerd en dat veruit het grootste risico voor het fonds vormde. Dat moest je echt voor een groot deel dichtzetten en daar zijn we gelukkig binnen afzienbare tijd vanaf. In het verlengde hiervan zal de matchingportefeuille minder belangrijk worden, wat erg prettig is. Misschien dat de sector zich geroepen voelt dat proces te bespoedigen door een soort resolutie aan te nemen waarin we samen met de toezichthouder naar een model toe gaan waarin het FTK allens minder belangrijk wordt.

Een tweede conclusie is dat de fees voor fiduciair management lang genoeg gezakt zijn. Daar moeten we mee ophouden. Voor advies moet gewoon voldoende betaald worden. De derde conclusie is dat bestuursbureaus toch wel echt belangrijk zijn. Ik heb altijd het gevoel gehad dat bestuursbureaus eigenlijk over de rug van de fiduciair managers belangrijker werden, maar dat was toch een te enge visie. De twee kernpunten van het toekomstig pensioenstelsel zijn het APF en de bestuursbureaus.'





DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

COLUMN

Enkele economische vraagstukken voor de politiek en institutionele beleggers

Duurzame en inclusieve economische groei wordt steeds meer het uitgangspunt voor zowel het economische beleid van de politiek als het beleggingsbeleid van institutionele beleggers. Gebruiken ze hierbij echter de juiste aannames?

Covid-19 lijkt een versnelling te geven aan een aantal structurele ontwikkelingen. De ongelijkheid in de samenleving neemt toe en de gevolgen van klimaatverandering worden zichtbaarder. In een aantal vrij recent gepubliceerde boeken staan twee vragen centraal: Hoe hebben we de waarde gedefinieerd van wat er wordt geproduceerd? En: Hoe verdelen we wat er wordt geproduceerd? Piketty beschrijft uitgebreid de toenemende ongelijkheid in de samenleving, maar besteedt slechts beperkt aandacht aan de rol van technologie en klimaatverandering. In 'Doughnut Economics' analyseert Kate Raworth de invloed van klimaatverandering en de beperkingen van de huidige sturingsmechanismen wel diepgaand en in 'The Value of Everything' gaat Mariana Mazzucato in op wat zij als 'de oorzaak' van de gebrekkige sturing door zowel de politiek als institutionele beleggers ziet: de definitie van waardecreatie.

In elke samenleving 'managet' de politiek de economie door wetgeving en regulering op basis van – in de tijd verschuivende – opvattingen en machtsverhoudingen. Zo hielden in het verleden grootgrondbezitters in het Verenigd Koninkrijk lange tijd met succes de invoering van grondbelasting tegen door te stellen dat grond op zich geen waarde heeft, hetgeen in die tijd door vele wetenschappers werd betoogd. Dit resulteerde in de vraag wat het dan rechtvaardigde dat landeigenaren het merendeel van de opbrengst van die grond kregen. Tenslotte deden zij, behalve het ter beschikking stellen van de grond, niets aan het bewerken van de grond om daaruit een opbrengst te verkrijgen.

Het vraagstuk ten aanzien van technologie van vandaag de dag vertoont hiermee grote gelijkenis. Techgiganten zoals Microsoft en Facebook maken handig gebruik van innovaties (semiconductors, internet) die met overheids-geld betaald zijn. Wat rechtvaardigt dat zij de 'oogst' hiervan vrijwel geheel zelf kunnen behouden? De netwerk-

karakteristieken van de bedrijfsactiviteiten van Amazon, Facebook en Google maken deze bedrijven de facto tot monopolisten. Toch vallen ze (nog) niet onder de anti-trustwetgeving. De farmaceutische industrie laat een vergelijkbaar scenario zien: basisresearch wordt meestal door overheden gefinancierd, farmabedrijven spenderen meer aan marketing dan aan research en prijzen voor medicijnen staan niet in verhouding tot hun productiekosten.

Aan de kant van institutionele beleggers zien we hun opvattingen over duurzame, inclusieve groei vervat in hun ESG-beleid. Als langetermijnbeleggers hebben zij er baat bij dat bedrijven hun winsten herinvesteren om hun productiviteit te doen toenemen. Die productiviteitsgroei is noodzakelijk voor duurzame economische groei. Echter, de praktijk wijst uit dat de meeste beursgenoteerde bedrijven focussen op maximalisatie van winstgroei per aandeel op de korte termijn. Het bezit van opties door het management vormt een belangrijke drijfveer voor de terugkoop van eigen aandelen. Onderzoeken laten zien dat bedrijven als Microsoft, Pfizer, IBM en Intel over lange perioden meer dan 100% van hun winst hebben besteed aan het terugkopen van aandelen en het uitkeren van dividend, waardoor er dus weinig overblijft om te investeren in de bedrijfstoekomst. Het valt op dat we zelden in het ESG-beleid van institutionele beleggers iets verwoord zien over hoe om te gaan met deze door kortetermijn-overwegingen gedreven strategie van bedrijven.

Zowel voor de politiek als voor institutionele beleggers lijkt er werk aan de winkel om de doelstelling van duurzame, inclusieve groei zo goed mogelijk te kunnen bereiken. «

Voor deze column is in belangrijke mate geput uit 'The Value of Everything' van Mariana Mazzucato.

ESG-BELEGGEN BLIJFT DOORGROEIEN

Door Harry Geels

ESG heeft de laatste jaren een enorme vlucht genomen en door de toenemende regelgeving zal ESG-beleggen eerder toenemen dan afnemen.

Financial Investigator polste een institutionele belegger, een vermogensbeheerder en een indexprovider en ging over de meest recente ontwikkelingen binnen ESG-beleggen in gesprek met Jos Gijsbers, Manager Selection, Sustainability en Head of Balanced Portfolios bij a.s.r., Marta Jankovic, Director, EMEA Head of iShares Sustainable bij BlackRock en Véronique Menou, Director en Head of ESG Indexes EMEA bij MSCI. De samenwerking tussen de drie partijen leidde tot diverse positieve bijdragen.

Wat vinden jullie van de perceptie dat duurzaam beleggen moeilijker is bij passief beleggen dan bij actief beleggen?

Véronique Menou: 'Ik zou beide als complementair beschouwen. Indices zijn op regels gebaseerd, transparant en kostenefficiënt. Wat heeft geholpen, is dat we de afgelopen jaren toegang hebben gekregen tot betere data van bedrijven en derden, zoals (semi-) overheidsinstellingen en overheden, NGO's, academici en media, en tot betere technologie. Zo maken we bij MSCI gebruik van 'machine learning' en natuurlijke taalverwerking om meer

informatiebronnen op een snellere en meer schaalbare manier te scannen. We hebben nu ook een langere track record, 30 jaar voor de KLD 400 zelfs, om ons model te testen en outperformance van ESG-indices aan te tonen. Wij zien steeds vaker dat actieve beheerders ESG-indices gebruiken als performancebenchmark voor hun actieve strategie. Het is voor hen een manier om in te spelen op een groeiende vraag, maar ook om te voldoen aan de regelgeving en om hun betrokkenheid bij ESG te benadrukken.'

Jos Gijsbers: 'Er zijn verschillende smaken van duurzaam beleggen, afhankelijk van de overtuiging of de voorkeuren van beleggers. Maar het is nu meer 'one size fits all'. Niet alle smaken zijn beschikbaar. Aan een actief mandaat kunnen meerdere specifieke richtlijnen of eisen worden toegevoegd. Het voordeel van ESG-indices is dat ze transparant zijn en sturing kunnen bieden, wat voor bepaalde beleggers prima kan werken. Er komen gelukkig ook steeds meer verschillende soorten duurzame indices, zoals de 'low carbon'-strategieën. Maar we zijn er nog niet. Er zullen altijd beleggers zijn die maatwerk behoeven.'

Marta Jankovic: 'We zijn ervan overtuigd dat duurzaam beleggen net zo goed past bij passief als bij actief beleggen. ESG-indices bieden een prima framework voor passieve beleggers om hun duurzame doelstellingen te kunnen bereiken. Het grote voordeel van indices is de transparantie. Daar komt bij dat de kwaliteit en dus ook de transparantie van ESG-data de laatste jaren sterk is verbeterd.'

Welke standaarden kunnen worden gebruikt om een duurzame index te bouwen?

Menou: 'Er zijn twee stappen. Ten eerste moeten er standaarden worden ontwikkeld met betrekking tot de input. Welke ESG-ratings worden er gebruikt? Het is belangrijk dat de ratings zich concentreren op de financieel gezien meest relevante issues per sector. Er moet verder niet alleen gewerkt worden met data die afkomstig zijn van de bedrijven zelf, maar ook met externe databronnen. Tot slot is het wat betreft de ratings belangrijk dat er historie is, zodat de effectiviteit ervan kan worden getest en



Foto: Roger Creemers Fotografie

Marta Jankovic

gevalideerd. De tweede stap betreft de wijze van samenstelling of weging van de indexonderdelen, zeg maar de implementatie. Hier zien we in de praktijk nog verschillende manieren, zoals een optimalisatie-, een best-in-class- of een herwegingsbenadering. Er is zeker wat betreft de tweede stap nog geen standaard.'

Jankovic: 'We zien aan de ene kant de standaarddefinities die steeds meer opgepoetst worden, mede ook vanwege het EU Sustainable Action Plan, en aan de andere kant de specifieke behoeften van iedere individuele belegger. Een framework voor duurzame indexoplossingen geeft ons de mogelijkheid om bij klanten uit te zoeken wat ze precies nastreven. Zo spreken wij van het 'avoid and advance framework', dat loopt van uitsluitingen en best-in-class screenings naar ESG-geoptimaliseerde portefeuilles. Bij het laatste kunnen bepaalde tilts worden geoptimaliseerd, zoals een maximale CO₂-footprint. De geoptimaliseerde ESG-portefeuille kan ook bovenop een gescreende portefeuille liggen. Uitsluitingen kunnen hier nog aan worden toegevoegd, evenals een bepaalde thematische of impactbenadering.'

Gijsbers: 'Ons vertrekpunt is het duurzaamheidsbeleid dat wij op concernniveau hebben geformuleerd, met daarin het ambitieniveau dat wij een van de meeste duurzame verzekeraars in Nederland willen zijn. Er zijn lokale en internationale duurzaamheidsstandaarden die moeten worden vertaald naar de eigen standaarden. Wij hebben hier ieder jaar overleg over met onze stakeholders, waarbij we onszelf de vraag stellen op welke vlakken we strengere of nieuwe standaarden willen formuleren. Het verandert dus in de loop der tijd. We kijken daarbij ook steeds naar welke datavendors de voor onze doelstellingen beste ESG-data kunnen aanleveren. Uiteindelijk komen we tot een portefeuille, gedeeltelijk bestaand uit indexproducten, die het beste past bij ons duurzame beleggingsbeleid.'

Wat zeggen jullie over de kritiek op ESG, bijvoorbeeld de nog altijd imperfecte openbaarmaking van ESG-data door bedrijven, het gebrek aan transparantie, of het ontbreken van correlatie tussen de verschillende ratings?

Menou: 'Hoewel we verbeteringen zien, rapporteren bedrijven niet altijd goed. Wij hebben het gevoel dat we nog steeds gegevens missen over de risico's waaraan bedrijven worden blootgesteld. Daarom wordt slechts 50% van onze ESG-rating door verplichte of vrijwillige bedrijfsrapportage bepaald. De andere helft krijgen we van externe gegevensbronnen, zoals de industrie of de overheid. Voor de sector Gezondheidszorg hebben we bijvoorbeeld vastgesteld dat we 75% van de product-terugroepingen zouden hebben gemist als we geen externe gegevensbronnen hadden geraadpleegd. Eventuele intransparantie of gebrek aan correlatie tussen de ratings zijn vooral terug te voeren op de doelstellingen die beleggers nastreven. Het gaat erom wat een belegger uiteindelijk wil bereiken. Voor de meeste doelstellingen zijn er nu relevante ESG-ratings. We zien ook verschil met 'credit ratings'. Beleggers waarderen de verschillen ook. Die geven hen verschillende inzichten.'



Jos Gijsbers

Jankovic: 'ESG-data worden steeds geavanceerder. Indices zijn hiervoor eigenlijk de drijvende kracht. De betrouwbaarheid van de achterliggende ESG-data bepaalt immers hun uiteindelijke succes. Ratingbureaus laten zelf ook veel meer zien hoe ze data verzamelen en hoe ze de ratings berekenen. De communicatie hierover wordt steeds beter.'

Gijsbers: 'Het is moeilijk om kwalitatieve criteria om te zetten in exacte kwantitatieve ratings. ESG-analyse is nog steeds een 'best effort business'. Niettemin kunnen we stellen dat de leidende ESG-providers het goed doen en dat ze een goede 360-graden kijk op bedrijven geven. Verschillende uitkomsten betekenen niet dat de methodiek slecht is, maar dat het analysemodel en de berekening anders zijn. Een belegger moet echter wel de tijd en moeite nemen om het achterliggende model te bestuderen. Zoals gezegd, een belegger moet de dataprovider kiezen die het beste bij het eigen beleid past. Wij kiezen bijvoorbeeld voor een provider die meer gewicht legt op de S (Social) en specifieke E (Environmental)-indicatoren beschikbaar heeft. Het is verder belangrijk te begrijpen dat bedrijven een goede ESG-rating kunnen hebben, maar tegelijkertijd last kunnen hebben van controverses.'

Lopen ESG-data voor obligaties nog achter op die voor aandelen?

Jankovic: 'Er is een tijdsachterstand omdat ESG-beleggen bij publieke aandelen is begonnen. Maar de achterstand is de laatste jaren snel ingelopen. Tegenwoordig is zelfs een high yield- en EMD ESG-indexfonds mogelijk, wat een revolutie voor obligaties genoemd kan worden. Voor staatsobligaties wordt nog wél steeds aan standaarden gewerkt.'

Gijsbers: 'Wat betreft ESG-ratings maakt het niet uit of het om de aandelen of de obligaties van een bedrijf gaat. De uitdaging bij obligaties zit hem vooral in de beschikbaarheid van de ESG-screenings. Een deel van de obligaties wordt uitgegeven door niet-beursgenoteerde ondernemingen, typisch kleinere bedrijven waarvoor

het lastiger is betrouwbare ESG-data te vinden. Overheden en semi-, of quasi-overheidsinstanties geven ook obligaties uit. Daarvoor geldt een ander ESG-rating model. Toen wij vorig jaar ons high yield-mandaat inrichtten, was er nog geen high yield-ESG-index. Daarom zijn we met vier vermogensbeheerders en verschillende datavendors in gesprek gegaan om een oplossing te vinden met een ESG-overlay. Twee indexproviders waren toen geïnteresseerd om een ESG-index te construeren. Het was 'make or buy' en het lukte uiteindelijk door met twee partijen goed samen te werken: een indexprovider en een vermogensbeheerder. We hebben eerder hetzelfde gedaan voor EMD, met de indexprovider die als eerste een ESG-overlay toevoegde voor deze beleggingscategorie. Overigens hebben we in EMD een voorkeur voor ESG-beleggen in grotere bedrijven, vanwege het ontbreken van betrouwbare data bij kleinere bedrijven.'

Menou: 'Het is waar dat ESG begonnen is met een focus op aandelen, maar we zien een groeiende interesse voor ESG bij obligaties en een bijzondere interesse voor een vergelijkbare aanpak voor zowel aandelen als obligaties vanuit het perspectief van indexconstructie.'

Denken sommige beleggers niet dat ze met ESG-beleggen rendement opgeven?

Jankovic: 'ESG-indices tonen een bijzondere weerbaarheid als het om resultaten gaat. Ook dit jaar met de coronacrisis zijn de prestaties goed. Sterker nog, de ESG-propositie is door de crisis versterkt. Dat zien we ook terug in de sterke 'inflow'-cijfers. De laatste tijd doen ook SRI-indices het goed. Hierbij zijn de portefeuilles veel meer geconcentreerd in de best-in-class bedrijven en is de tracking error vrij groot. SRI kan een mooie duurzame aanvulling zijn, afhankelijk van de wensen van de belegger.'

Menou: 'ESG-indices lijken inderdaad veerkrachtig te zijn. We hebben onlangs een analyse uitgevoerd onder de noemer

'Deconstructing ESG Ratings Performance', waarin de relatieve impact van E, S en G-kwesties op de financiële ratio's van bedrijven en de prestaties van de aandelenkoersen tussen december 2006 en december 2019 werd onderzocht. Wij vonden dat G op korte termijn belangrijker is dan E en S, terwijl E en S op lange termijn belangrijker zijn. Bij nader inzien bleek dat governance vaak in verband staat met event risks, zoals corruptiezaken en fraudeschandalen met betrekking tot het senior management, die een negatieve invloed kunnen hebben op de koers van het aandeel. Het is een beetje anders met milieukwesties zoals CO₂-uitstoot, die als 'erosiegevaar' kunnen worden gekwalificeerd: op de lange termijn hollen ze het concurrentievermogen en de financiële prestaties van het bedrijf uit.'

Gijsbers: 'Wij verwijzen vaak naar een metastudie van de Universiteit van Hamburg, waarin meer dan 2.000 wetenschappelijke papers zijn onderzocht en waaruit naar voren kwam dat 90% van de studies concludeerde dat ESG waarde toevoegt. Het verbetert het beleggingsproces dankzij non-financiële informatie en het verslechtert de rendementen niet. Een mooi voorbeeld is de klimaatverandering. Die vindt hoe dan ook plaats. De belegger kan zijn portefeuille er maar beter op positioneren.'

Tot slot, hoe gaat regulering ESG-beleggen nog verder veranderen?

Jankovic: 'Er komt steeds meer regelgeving. Er gebeurt momenteel veel vanuit verschillende hoeken: lokaal, op Europees niveau, wereldwijd. Kort door de bocht zal de ESG-markt hier nog sterker door gaan groeien. Vooral bij de retailbeleggers, die met ESG-beleggen nog flink achterlopen op instituten. Verder ben ik benieuwd hoe de klimaatrapportages van beleggingsportefeuilles die op EU-niveau bepaald zijn, zich gaan ontwikkelen.'

Gijsbers: 'Het is belangrijk dat er nadere richtlijnen en standaarden komen, liefst wereldwijd, zodat duidelijk is hoe een belegger invulling kan geven aan de verder groeiende regelgeving. De EU is erg ambitieus. We moeten kijken hoe dat straks uitwerkt voor onze beleggingen buiten de EU. Ik heb begrepen dat de EU ook met landen buiten de EU overlegt over harmonisering van de standaarden, wat een goede zaak zou zijn.'

Menou: 'De EU loopt voorop, maar we zien overal ter wereld meer regelgeving. De focus verandert ook, namelijk van bedrijven naar beleggers. Als we kijken naar onze database met regelgeving, kunnen we schatten dat vóór 2018 20% van de regelgeving gericht was op beleggers. Na 2018 is dat meer dan 80%. In Europa gaat het om de hele beleggingsketen en niet alleen om de eigenaren van activa. Het duurzame actieplan van de EU heeft ook gevolgen voor de aanbieders van indices, brokers, verzekeraars, banken, vermogensbeheerders, adviseurs, et cetera. Tot slot verandert ook de aard van de regelgeving, van rapporteren naar doen.' «



Foto: Archief MSCI

Véronique Menou

Obligatie-ETF's in een turbulent jaar

DOOR PHILIPPE ROSET, HOOFD STATE STREET SPDR ETF'S NEDERLAND

De coronacrisis heeft ook in de obligatiemarkten een enorme schok veroorzaakt. Veel beleggers hebben hun portefeuille aangepast en centrale banken hebben ETF's (her)ontdekt als een manier om de markt te ondersteunen.

Flows op basis van \$ 10 biljoen aan obligatieposities

State Street analyseert het beleggersgedrag op basis van ongeveer \$ 10 biljoen aan institutionele obligatieposities, die binnen haar custodybedrijf worden aangehouden. De resultaten worden op kwartaalbasis gepubliceerd in de State Street SPDR ETF Bond Compass.

Een van de thema's die hieruit in het tweede kwartaal naar voren kwam, is dat de zoektocht naar yield weer hervat is na de ondersteunende maatregelen van de Federal Reserve (Fed). Vanaf het moment dat de Fed besloot om ook high yield bonds op te gaan kopen, zagen we het beleggersvertrouwen herstellen en de inflows in deze categorie weer toenemen.



Foto: Archief State Street Global Advisors

PHILIPPE ROSET

Voor Amerikaanse high yield bonds zagen we bijvoorbeeld dat de bestaande posities van beleggers in Q2 van 2020 relatief laag waren vergeleken met de afgelopen vijf jaar. Tegelijkertijd lieten de flows sterke instroom zien voor het gehele kwartaal. Deze tegengestelde patronen van lage holdings en sterk positieve flows geven het interessante signaal af dat beleggers een onderwogen positie aan het terugkopen zijn.

ETF's als instrument voor centrale banken

Op 12 mei 2020 is de Fed begonnen met het aankopen van obligatie-ETF's via de zogenaamde Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF). De ETF's die onder dit programma vallen, zijn in Amerika verhandelde obligatie-ETF's met een focus op Amerikaanse investment grade en high yield-bedrijfsobligaties. Aangezien ETF's de onderliggende obligaties daadwerkelijk aanhouden, kocht de Fed via de aankoop van één ETF in een keer duizenden obligaties.

Nu lijkt dit een grote stap, aangezien de Fed dit nog niet eerder had gedaan, maar de toepassing van ETF's tijdens crises is niet nieuw. Zo gebruikt de Japanse centrale bank al enkele jaren aandelen-ETF's om te investeren in Japanse bedrijven en op deze manier de economie en de financiële markt te stimuleren.

Er is zelfs een voorbeeld van meer dan 15 jaar geleden. In 1997 kwam het economische succes in Azië tot een abrupt einde door de combinatie van een liquiditeitscrisis en een financiële

De toepassing van ETF's door centrale banken tijdens crises is niet nieuw.

crisis. Na deze crisis wilden de overheden uit de regio een leenstelsel voor de langere termijn ontwikkelen, dat ze konden gebruiken in hun streven naar financiële stabiliteit.

State Street Global Advisors heeft vervolgens met 11 Aziatische centrale banken samengewerkt om een oplossing te ontwikkelen, die erop gericht was een solide obligatiemarkt te bouwen en te onderhouden voor obligaties in hun lokale valuta.

De oplossing werd gevonden in een obligatie-ETF, die toegang biedt tot obligaties uit de regio in hun lokale valuta. Voor deze ETF werd een indexmethodologie ontwikkeld met een focus op onder meer kredietkwaliteit en liquiditeit.

Ondertussen zijn we meer dan een decennium verder sinds de lancering en heeft deze ETF ongeveer \$ 3,7 miljard aan vermogen onder beheer. Indexaanbieders hebben de afgelopen jaren de weging naar Aziatisch schuld papier verhoogd en dat geldt ook voor de weging in portefeuilles van institutionele beleggers wereldwijd. «

Bekijk het volledige Bond Compass Q3 rapport op: www.SPDRs.com.

CORONACRISIS, SUPERTRENDS EN DISRUPTIEVE INNOVATIES IN VERMOGENSBEHEER

Door Harry Geels

Enkele weken geleden vond in Amsterdam de Live Uitzending ‘Coronacrisis, Supertrends en Disruptieve Innovaties in Vermogensbeheer’ plaats. Experts van verschillende organisaties spraken onder leiding van Mik Breek, zelfstandig bestuursadviseur, over actuele thema’s: de macro-economische impact van de coronacrisis, machine learning, distressed debt, impactbeleggen met liquide obligaties en duurzaam beleggen in vastgoed.

In de wereld van vermogensbeheer komen momenteel diverse belangrijke ontwikkelingen samen: een grote crisis, ongekende monetaire financiering die koersvorming op de financiële markten beïnvloedt, steeds hogere eisen die aan duurzaam beleggen worden gesteld en tot slot snelle technologische ontwikkelingen. Vermogensbeheerders kunnen niet meer op de vertrouwde manier hun oude businessmodel voortzetten. Ze moeten keuzes maken. Welke technologieën te omarmen? In welke mate duurzaamheid in het beleggingsproces te integreren? En hoe om te gaan met de coronacrisis? Tijdens de Live Uitzending probeerden verschillende experts van vermogensbeheerders en family offices handvatten aan te reiken om deze vragen te beantwoorden.

De economie tijdens de coronacrisis

Sandra Phlippen, Chief Economist bij het Economisch Bureau van ABN AMRO, ging tijdens haar presentatie in op de economische gevolgen van de verschillende lockdowns. De landen met een harde lockdown zijn volgens haar harder getroffen dan de landen met een softe lockdown. Dat lijkt logisch, maar het werd door Phlippen ook met data onderbouwd. Overigens waren niet alleen de genomen maatregelen belangrijk voor de mate van economische terugval, ook de technologische infrastructuur van een land is van betekenis. Hoe beter de infrastructuur, hoe gemakkelijker thuiswerken kan worden gefaciliteerd. Nederland blijkt hier volgens data van Eurostat een voorloper in te zijn. Verder besprak Phlippen de vorm van het mogelijke economische herstel: wordt het een V, U, Y of wellicht nog een W? Het was volgens de Chief Economist lastig nu al een definitieve vorm te benoemen. Waarschijnlijk zal het herstel traag gaan. Ze verwees naar de ‘90% Economy’, zoals eerder gepropageerd door The Economist. Ook werd ingegaan op de drie bekende basisscenario’s: die van het pessimistische, het neutrale en het optimistische scenario. Zelfs in het meest optimistische scenario blijft volgens ABN AMRO de economie van de eurozone 3,6 procentpunt achter op de trendbeweging van het BBP. Alle drie de scenario’s laten volgens Phlippen daarmee een wortelbeweging zien.

Technologie

Technologische ontwikkelingen gaan hard. Jason Hsu, PhD, Oprichter en CIO van Rayliant ging specifiek in op de vraag of machine learning kan helpen bij de selectie van Chinese aandelen. Volgens Hsu heeft machine learning een aantal voordelen boven de traditionele kwantitatieve modellen. In



Met duurzaam vastgoed zijn beleggers beter bewapend tegen de eventuele gevolgen van de coronacrisis.

grote databases kunnen namelijk bruikbare patronen ontdekt worden, vooral als die veel ruis bevatten. Bovendien kunnen automatisch complexe non-lineaire relaties worden onderzocht, terwijl tegelijkertijd door datamining problemen kunnen worden voorkomen. China is vooral interessant omdat het een grote markt is waar veel retailbeleggers actief zijn (meer dan 85% van het totaal), dus er is veel potentieel om alpha te behalen. Natuurlijk zijn er volgens Hsu ook uitdagingen. Historische tijdsreeksen zijn niet altijd lang en er zijn diverse bedrijven die (gedeeltelijk) in handen zijn van de Chinese overheid. Desalniettemin biedt machine learning grote kansen voor China en is het volgens Hsu zeker geen marketing tool.

Distressed debt

Door de coronacrisis is de volatiliteit op de markten sterk toegenomen. Verder is te zien dat de ondersteuningsprogramma's van zowel de centrale banken als de overheden verschillend uitwerken op de diverse sectoren. Zowel de gestegen volatiliteit als de divergerende koersbewegingen bieden kansen voor distressed debt volgens Gareth Payne, Senior Client Portfolio Manager in het Total Return Fixed Income team van Pictet Asset Management. Steeds meer bedrijven hebben vreemd vermogen op de balansen laten groeien, omdat het door het monetaire beleid steeds goedkoper is geworden. Het aantal zombiedrijven is volgens Payne sterk toegenomen. Sterker nog, het universum voor een distressed debt-belegger is groter dan ooit. Een fonds dat ook short kan gaan in distressed obligaties kan potentieel nog meer alpha oogsten. Een interessante opmerking van Payne was dat bedrijven normaal gesproken bij sterk toegenomen 'leverage' op de balansen, na ongeveer een tot anderhalf jaar na een crisis, moeten herstructureren. De extra liquiditeitsinjecties gaan dat volgens Payne niet voorkomen. De 'distressed cycle' wordt verlengd, waardoor de kansen voor distressed debt-beleggers zich niet alleen nu, maar voor langere tijd zullen voordoen.

Impactbeleggen

Impactbeleggen is de ultieme vorm van duurzaam beleggen. Maar het is niet de meest eenvoudige. Veel impactfondsen hebben beperkte liquiditeit of kampen met relatief hoge kosten. Bovendien zijn er issues over hoe de impact op de SDGs precies wordt gemeten. De trend van de laatste jaren is dat steeds meer beleggers op de SDGs meetbare impact willen hebben. Er is nog veel te doen volgens Philipp Müller, de CEO van BlueOrchard, onderdeel van Schroders. Om de SDGs in

2030 te kunnen realiseren, moet er \$ 2,5 miljard extra worden geïnvesteerd in impactbeleggingen die zich op de SDGs richten. Vooral de sectoren Infrastructuur, Voedsel, Klimaatverandering, Health en Educatie vereisen financiering. BlueOrchard heeft een impactoplossing gevonden door te beleggen in liquide obligaties van instituten die in opkomende markten lokale ondernemers financieren. Hierbij moet volgens Müller gedacht worden aan banken, kredietinstellingen en NGO's in opkomende landen. Het fonds levert meetbare bijdragen aan de SDGs 1, 7, 8, 9 en 10.

Duurzaam vastgoed

De dag werd afgesloten met een paneldiscussie over duurzaam beleggen in vastgoed. Jeroen Heine, Directeur van VP Capital, Marc Janssen, Directeur van Holtburgh Real Estate, en Han Dieperink, onafhankelijk adviseur, spraken over de ontwikkelingen binnen family offices op het gebied van duurzame vastgoedinvesteringen. Volgens Heine zijn we wat betreft duurzaam vastgoedbeleggen in een nieuw tijdperk gekomen. 'Het is niet meer praten, maar doen. Om dit inzichtelijk te maken, zetten we op onze website zelfs welke concrete stappen er gemaakt worden.' Janssen gaf aan dat zijn organisatie ook concrete doelstellingen heeft geformuleerd. In 2023 moet hun hele vastgoedportefeuille op minimaal een A-label zitten. Volgens Dieperink helpt duurzaam vastgoed niet alleen het milieu, maar is het ook goed voor het rendement van de belegger. Ten eerste is bij duurzaam vastgoed sprake van minder energieverbruik en is daarom bijvoorbeeld het huurrendement hoger, ten tweede is er meer vraag van beleggers naar duurzaam vastgoed, waardoor de prijzen hier beter behouden blijven. Met duurzaam vastgoed zijn beleggers dus ook beter bewapend tegen de eventuele gevolgen van de coronacrisis, hoewel alle deelnemers vonden dat de gevolgen van corona op vastgoed nog lastig te overzien zijn. Het was interessant dat de panelleden hout noemden als dé grondstof om vastgoed duurzamer te maken, doordat hout een veel lagere 'carbon footprint' heeft dan beton. «



POSITIONING FOR THE TURNING OF THE CREDIT-CYCLE

By Marc de Kloe en Ruud Smets

With the COVID-19 pandemic hitting credit markets that were already vulnerable, we expect a large global distressed credit cycle to unfold.

BUILD UP TO TODAY

The current market environment that we find ourselves in today is, in certain ways, reminiscent of our experiences in the credit markets leading up to and during the Global Financial Crisis (GFC).

The main difference is that, in the run up to the GFC, consumers and especially banks were overleveraged. This time around, it is the corporate credit market that is looking fragile. Corporate credit markets have more than doubled since the GFC and BBB's representing more than 45% of the investment grade market, could overwhelm the high yield market, should some of these be downgraded.

Nevertheless, with extremely low interest rates and continuing Central Bank intervention, the party looked set to continue with very little distress on the

horizon. There were, however, certain risks in the asset management space where more than 25% of high yield bonds were held by liquid vehicles, while 80% of the underlying assets did not trade on a daily basis. Due to regulations, bank/dealer inventory had come down to a fraction of where it used to be (less than 10%), which opened up the space to sudden liquidity shocks, as there were very few players able to absorb market flows.

THEN THE MARKET TURNED

At the end of March 2020, we experienced a ferocious sell-off in terms of speed and size never seen before in credit markets. Over \$ 200 billion was pulled out of daily liquid vehicles, holding structured credit instruments, leaving a near vacuum in the space. With banks not in a position to play a significant role in absorbing this volume, this left only specialist credit traders as

the buyer of last resort at significant price discounts.

THE SURPRISE OF THE MARKET SELL-OFF

No crisis plays out exactly as you expect it to! The space that was considered mostly insulated from a downturn (the US consumer due to low LTVs on their housing, strong employment numbers, wage growth, improvements in FICO scores et cetera), had initiated a sell-off in the structured credit markets due to the liquidity mismatch.

The amounts that funds needed to sell, overwhelmed the market and the funds were forced to sell at very low dollar prices (in some cases over the weekend!), in order to be able to make payments to their investors the next day. This sudden drop in prices led to a cascade of further mark-downs and forced selling in the structured credit markets without much discern for asset quality.

Most distressed cycles start with a technical liquidity crunch, where good assets are sold by forced sellers. This was exactly what happened in March, allowing managers with cash at hand to buy good assets at distressed prices.

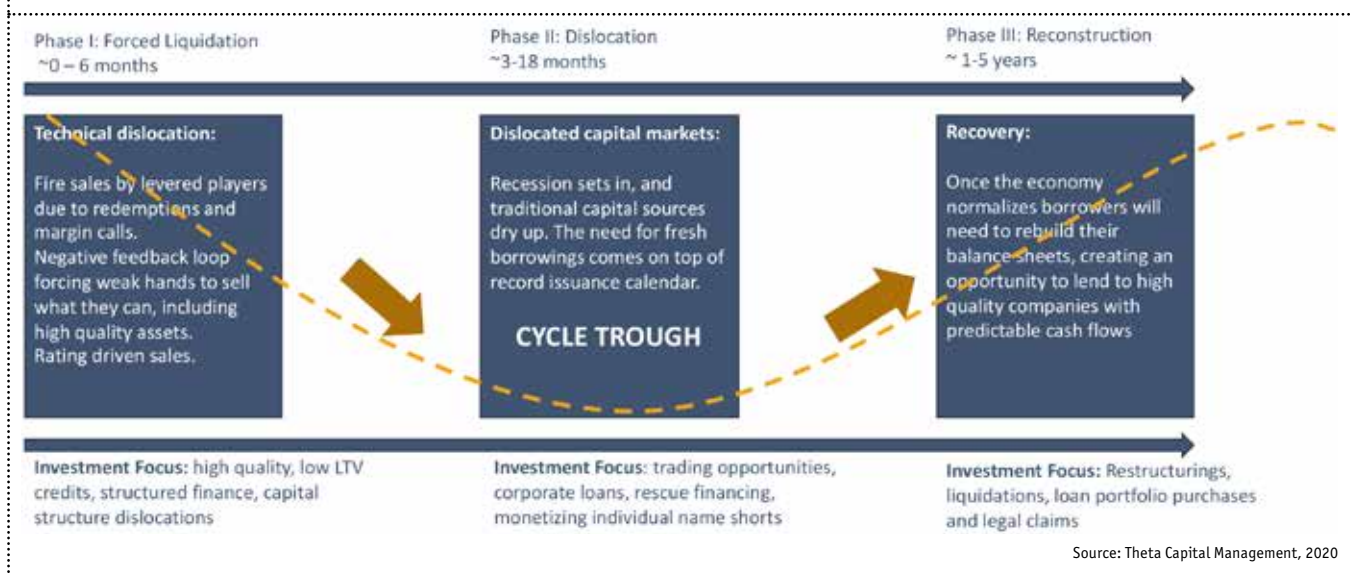
• Phase 1:

In the structured consumer credit market, prices have recovered from their lows. However, prices have not recovered as much yet and there are still pockets of high quality assets to be bought, as there has been a lot less intervention in the market and there are only a limited number of natural



Ruud Smets en Marc de Kloe

Figure 1: Anticipating a multi-year, multi-phase cycle: Anatomy of a distressed cycle



buyers of the asset class, meaning there are still opportunities. We expect a good recovery given the high levels of collateral, as well as structural credit enhancement, in addition to the forbearance programs in place.

There are also areas of the structured credit space where investors need to be far more discerning, especially in the Collateralised Loan (CLO) and commercial mortgages (CMBS) space, where we see analogies to the big short trade experienced during the GFC. We see short term opportunities for shorting these areas and eventually longer term going long.

• **Phase 2&3:**

After the forced liquidation phase, which allows liquidity providers to buy high quality assets at fire-sale prices, we expect a phase of dislocated capital markets before we enter the road to reconstruction. Given the ferocious speed of this crisis, we have also already entered the start of the dislocation phase. Throughout the first half of the year, nearly 70 companies have defaulted or led distressed transactions, affecting over \$ 100 billion of debt. The year 2020 now ranks as the second highest annual default rate on record, trailing only 2009. Within a few months, default rates have risen to their highest level in a

decade, to 6.6%. Nearly every industry and economy has been impacted.

Short-term cash needs will come on top of an already historically large issuance calendar of companies, municipalities and governments that need to refinance. As the scale of financing needs dries up traditional capital sources, large trading opportunities will emerge, as well as the opportunity to provide rescue financings at attractive terms for those that have cash at hand. As downgrades and defaults quickly pick up, this is also when individual credit shorts start paying off. There will be a myriad of companies and other issuers who will need to restructure, and others who will need to liquidate. In this phase the focus will be on complex debt restructurings and liquidations, with attractive returns driven by process risk rather than general market moves.

OUTLOOK AND FUTURE POSITIONING – BE PATIENT

There is still plenty to be worried about: a second coronavirus wave, the outlook for SME’s decimated by the economic fall-out, a highly volatile November US election looming, with many unknown and market-moving outcomes, and continued tensions with China. The market’s recovery has been more fragile than it appears, led by a few pandemic ‘winners’, while many

companies are struggling, even though Central Bank intervention has kept capital markets largely functioning.

We do believe it is certain that default rates will continue to remain elevated, with the outlook for certain industries worse than others. With high default rates, we expect there to be multitudes of restructurings ahead.

We are still in the early innings of this cycle. Disciplined corporate distressed debt specialists, that manage their own internal capital in the first place, remain patient and in many cases have so far stayed closed to new capital.

We believe the focus today should be on the structured credit markets and particularly on the consumer segment, which can offer double digit returns, backed by strong fundamentals and collateral. Going forward the opportunities on the corporate side will grow, as will the opportunities in sovereign and municipal/provincial debt. Investors should therefore not get distracted by equity market returns and remain patient, capitalizing on this highly attractive opportunity set in credit markets; the best we’ve seen since 2009. «

This article was written by Marc de Kloe and Ruud Smets, Partners at Theta Capital Management.

BITCOIN IN DE INSTITUTIONELE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Door Marcel Burger

In mei 2020 stuurde Paul Tudor Jones een opmerkelijke brief aan de deelnemers van zijn Tudor BVI Global Macro Fund. Hij maakte bekend dat het fonds een positie in bitcoin zou innemen. Moeten institutionele investeerders dit voorbeeld volgen?

De verhoogde marktkapitalisatie van bitcoin in 2017 leidde ertoe dat een enkele Nederlandse institutionele vermogensbeheerder zich genoodzaakt voelde zich een beter beeld te vormen over bitcoin en andere crypto-assets. Er was namelijk een nieuwe asset class in opkomst die de marktkapitalisatie van andere beleggingscategorieën waarin reeds geïnvesteerd werd, rap voorbij ging. Een gebrek aan sluitende fundamentele waarderingsmethoden en een torenhoge volatiliteit leidde ertoe dat de scepsis bleef domineren. Toch geven gerenommeerde institutionele partijen bitcoin drie jaar later een plaats in de portefeuille. Waarom zou een institutionele partij een investering in

bitcoin overwegen? In dit stuk deel ik twee gedachten om u in staat te stellen zelf een antwoord op die vraag te formuleren en spreek ik een toekomstvisie uit.

WAT DREEF DE CREATIE VAN BITCOIN?

Satoshi Nakamoto (het pseudoniem van de nog altijd onbekende bedenker van bitcoin) zag het 'vertrouwensprobleem' als de voornaamste reden voor het ontwerp van bitcoin. Volgens Satoshi was het grootste probleem met conventioneel geld de grote rol die vertrouwen speelt om het systeem te laten werken. Zo moet je om geld over te boeken een aantal centrale partijen vertrouwen om die transactie te laten slagen en moet je erop kunnen vertrouwen dat jouw tegoeden veilig in bewaring staan. Maar nog een niveau hoger moeten houders van de tegoeden erop vertrouwen dat de centrale banken het geld niet (te veel) laten devalueren. Helaas zijn in de loop der jaren en zelfs vandaag de dag tal van voorbeelden te vinden waarbij dat vertrouwen geschonden is. Denk bijvoorbeeld aan Argentinië, Zimbabwe of Libanon. Het meest angst-aanjagende voorbeeld is Hongarije in 1946. Daar verdubbelden de prijzen elke 15 uur. In het eerste blok van de bitcoin-blockchain verwijst Satoshi in een verborgen bericht naar deze vertrouwensproblematiek: 'The Times 03/Jan/2009 Chancellor on brink of second bailout for banks'.

HUIDIGE STAAT VAN FISCAAL EN MONETAIR BELEID

Voordat we te maken kregen met de uitbraak van Covid19, stonden wereldwijd

de schuldenniveaus al op ongekende hoogtes. Ondanks dat we met zijn allen vinden dat de hoeveelheid schuld beteugeld moet worden en ondanks dat we daar met elkaar ook duidelijke afspraken over maken (denk aan een schuldenplafond in de Verenigde Staten en het hanteren van een schuld/BBP limiet van 60% in de EU), slagen we er helaas niet altijd in om die afspraken na te komen. Elke keer dat de financiële markten in verval (dreigen te) raken, worden de opkoopprogramma's door de centrale banken weer aanzegzwengeld om de markten overeind te houden. Volgens de ECB zullen in 2020 de schuld-BBP-ratio's hoofdzakelijk daardoor verder verslechteren.

Paul Tudor Jones berichtte in mei aan zijn cliënten dat er sinds februari 2020 al een wereldwijde geldcreatie van 3,9 biljoen USD was gezien¹ en de verwachting is dat deze creatie nog verder zal oplopen tot 16 biljoen USD². Afgezet tegen de wereldwijde geldhoeveelheid (M2), die volgens de CIA eind 2017 nog 95,7 biljoen USD noteerde, is 16 biljoen bijdrukken geen kleinigheid³.

WAT HEEFT BITCOIN DAARMEE TE MAKEN?

Travis Kling, de CEO van Ikigai Asset Management, vatte recent in twee zinnen goed samen wat de rol van bitcoin is in het huidige monetaire beleid. Hij deed dat in de podcast 'What Bitcoin Did' van Peter McCormack⁴:

'Bitcoin is a non-sovereign, hard-capped supply, global, immutable, decentralized,



Marcel Burger

Figuur 1: Marktkapitalisatie bitcoin versus geschiktheidsscore bescherming tegen inflatie

Global Assets Outstanding		Grading assets by their ability to store value	
	bn USD		subjective score
Global Financial Assets (Stocks and Credits)	266,917	Financial Assets	71/100
Cash (Proxy for global M1)	39,806	Fiat Cash	54/100
Total value of above ground gold	9,918	Gold	62/100
Total market capitalization of bitcoin	186	Bitcoin	43/100

Bron: May 2020 BVI Global Fund Letter - Macro Outlook

digital store of value. And it's an insurance policy against monetary and fiscal policy irresponsibility from central banks and governments globally.'

Deze twee zinnen verwoorden de essentie van bitcoin perfect en met name de laatste zin is de drijvende kracht achter institutionele interesse. Bitcoin is een digitaal gedecentraliseerd medium waarvan het maximum aantal eenheden in omloop begrensd is op 21 miljoen. Die 21 miljoen wordt naar schatting asymptotisch in 2140 bereikt doordat de inflatie iedere 210.000 blokken (circa 4 jaar) automatisch halveert. Daarmee is het de eerste en enige implementatie van absolute schaarste. Het stelt ons wereldwijd in staat om waarde op te slaan en onomkeerbaar met elkaar uit te wisselen zonder dat er een centrale almachtige entiteit aan te pas komt. In landen zoals Nederland, waar het betalingsverkeer prima werkt, iedereen een bankrekening heeft en de waarde van het geld stabiel is, lijkt bitcoin relatief van weinig toegevoegde waarde te zijn. Daar waar men echter kampt met capital controls, oorlog, politieke onrust of economische instabiliteit, wordt bitcoin op handen gedragen. Nu we wereldwijd getuige zijn van monetaire verruiming, ligt verdere devaluatie van ons conventionele geld op de loer. Met name vanuit die invalshoek vinden institutionele partijen bitcoin interessant.

MAAR ER ZIJN TOCH GENOEG ANDERE INSTRUMENTEN DIE ONS BESCHERMEN TEGEN INFLATIE?

Er zijn meerdere instrumenten en investeringsstrategieën voorhanden die beschermen tegen inflatie. In de brief van Jones worden alle alternatieven op een rijtje gezet en voorzien van een score op de eigenschappen koopkrachtbehoud,

betrouwbaarheid, liquiditeit en draagbaarheid. In die vergelijking eindigt bitcoin op de laatste plaats. Maar als we de verschillen in orde van grootte bekijken voor zowel de score als de marktkapitalisatie, dan zien we dat, hoewel de scores qua orde grootte dicht bij elkaar liggen, de marktkapitalisatie voor bitcoin veel kleiner is.

Jones concludeert dat bitcoin weliswaar een geschikt instrument is om te beschermen tegen inflatie, maar dat er vooralsnog betere alternatieven voorhanden zijn. Desalniettemin identificeert Jones bitcoin als een bijzondere investeringskans, omdat de marktkapitalisatie relatief erg laag is ten opzichte van de zelf toegekende geschiktheidsscores.

VERANDERING

Wanneer je de beleggingsvoorkeuren van verschillende generaties met elkaar vergelijkt, zie je dat iedere generatie duidelijk haar eigen voorkeuren heeft. Zo was volgens onderzoek van Tom Lee van Fundstrat⁵ de stille generatie geïnteresseerd in goud, kochten babyboomers met name equities en was generatie X gek op hedge funds. Nu dienen de millennials zich aan als investeerders. Deze generatie is nog groter dan de babyboomgeneratie en is groot geworden in een wereld die steeds verder digitaliseerde. De verandering in levensstijl en opvattingen heeft direct invloed op de beleggingsvoorkeuren. Als het merendeel van geïnvesteerd kapitaal afkomstig is van die jongere generaties, dan mag je verwachten dat de voorkeuren van deze generaties terug worden gezien in de vermogensallocaties. Bitcoin zal daar in toenemende mate terug zijn te vinden.

WAT BRENGT DE TOEKOMST?

Ik voorzie dat er in de komende jaren

steeds meer vraag gaat komen naar bitcoin en andere crypto-assets. De introductie van Central Bank Digital Currencies zal daar zeker aan bijdragen. Men zal namelijk moeten gaan werken met digitale currencies in specifiek daarvoor opgezette wallets. Daardoor krijgt iedereen dus een snelcursus digital assets en is de stap naar crypto-assets ineens niet heel groot meer.

Hoewel het in Nederland nu nog voornamelijk een feestje is van retail, high net worth individuals en family offices, verwacht ik dat er door een verdere versteviging van de infrastructuur meer institutionele partijen zullen volgen. Buiten onze landsgrenzen anticiperen de eerste grote partijen al. Nu die koers eenmaal is gezet, verwacht ik dat binnen 5 jaar crypto-assets net zo normaal zullen zijn als het gebruik van mobiele telefoons. Ik denk dat bitcoin haar positie dan verder heeft verstevigd en dat ieder pensioenfondsbestuur in navolging van corporate treasury departments¹ bitcoin op zijn minst serieus heeft overwogen als investering. «

1 <https://www.scribd.com/document/460382154/May-2020-BVI-Letter-Macro-Outlook>
 2 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-07-06/jpmorgan-says-global-liquidity-surge-to-boost-stocks-and-bonds>
 3 <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2215rank.html>
 4 <https://www.whatbitcoindid.com/podcast/wtf-is-going-on-in-the-markets>
 5 https://www.slideshare.net/msuster/fundstrat-bitcoin-blockchain-presentation-for-upfront-summit/3-Slide_30OverviewDigital_TrustMillennials_driving_changeCrypto
 6 <https://www.businesswire.com/news/home/20200811005331/en/MicroStrategy-Adopts-Bitcoin-Primary-Treasury-Reserve-Asset>

Dit artikel is geschreven door Marcel Burger, Directeur, Burger Crypto Consultancy.

RELEVANTE GEOPOLITIEKE SCENARIO-ANALYSE: FRAMING, DYNAMIEK EN EEN REMEDIE TEGEN VALKUILEN

Door Gerben Jorritsma en Leonhardt van Efferink

In onze bijdrage 'Geopolitieke Schokken: Een Scherper Perspectief Op 2020 Is Nodig!' in de eerste editie van *Financial Investigator* van dit jaar, betoogden wij dat het concept 'framing' uiterst waardevol is voor beleggers en hen beter in staat stelt in te spelen op geopolitieke schokken. Hierbij omschreven wij 'geopolitieke frames' als specifieke perspectieven op de rivaliteit tussen landen die controle over eenzelfde gebied of markt nastreven. In dit artikel belichten wij hoe 'framing van kritische onzekerheden' kan worden vormgegeven en tevens kan bijdragen aan het mitigeren van een aantal valkuilen in de praktijk van scenario-analyse.

Een van de valkuilen is het gevaar dat een crisissituatie acuut alle aandacht van beleggers vraagt en essentiële geopolitieke langetermijnrisico's te weinig aandacht krijgen. Als gevolg van Covid-19 is de geopolitieke relatie tussen de VS en China daar momenteel een treffend voorbeeld van en in deze bijdrage nemen wij deze relatie dan ook als concrete leidraad ter hand.

GEOPOLITIEKE COMPLEXITEIT EN DE DYNAMIEK VAN FINANCIËLE MARKTEN

Een goed begrip van de relatie tussen de VS en China is essentieel voor beleggers, omdat deze van grote invloed is op de wereldwijde economische groei, op inflatie, op rentestanden en op de potentiële winstontwikkeling van het bedrijfsleven. Nauw verbonden aan deze relatie is de complexiteit van zowel geopolitieke thema's (controle over bepaalde gebieden, zoals de Zuid-Chinese Zee) als geo-economische thema's (controle over bepaalde markten, zoals 5G-internet). Als gevolg van deze complexiteit bestaan er onder beleggers veel verschillende

perspectieven op de relatie tussen de VS en China. Essentieel voor beleggers is de invloed van nieuwe informatie over geopolitieke ontwikkelingen op de dynamiek in financiële markten. De interpretaties van deze informatie verschillen namelijk tussen groepen beleggers en leiden tot uiteenlopende reacties. Het onderkennen van en goed inzicht hebben in mogelijke veranderingen in het dominante frame draagt bij aan de kwaliteit van geopolitieke scenario-analyses door beleggers.

FRAMES EN KRITISCHE ONZEKERHEDEN

Het hanteren van geopolitieke frames bij de selectie van kritische onzekerheden in de praktijk van scenario-analyse levert een belangrijke toegevoegde waarde. Bij een dergelijke aanpak levert het combineren van twee kritische onzekerheden uiteenlopende scenario's op¹. In het geval van de geopolitieke relatie tussen de VS en China hanteren wij de mate van bereidheid van zowel de VS als China om met elkaar en met andere landen samen te werken als kritische onzekerheden: opereren de VS en China op mondiaal niveau als partners

of als rivalen? Wij weten immers niet hoe het buitenlandbeleid van beide landen zich op de lange termijn zal gaan ontwikkelen.

Zoals gebruikelijk bij de ontwikkeling van een scenario-matrix geven wij aan de kritische onzekerheden 'Bereidheid tot samenwerking van de VS' en 'Bereidheid tot samenwerking van China' twee extreme waarden (hoog en laag). Dit resulteert in een scenario-matrix met de vier door ons onderscheiden scenario's: Multilateralisme in Nieuw Jasje, VS in Conflictmodus, China in Conflictmodus, de Wereld Opgedeeld in Allianties (zie Figuur 1).

Deze vier scenario's sluiten goed aan op de beleggingspraktijk en zijn een degelijk startpunt voor geopolitieke scenario-analyses, met als aanvulling hierop uiteenlopende verwachtingen voor de wereldwijde economische ontwikkelingen en bijbehorende verwachte rendementen. Daarnaast biedt deze 'framing' ook een goede basis voor een dynamische aanpak

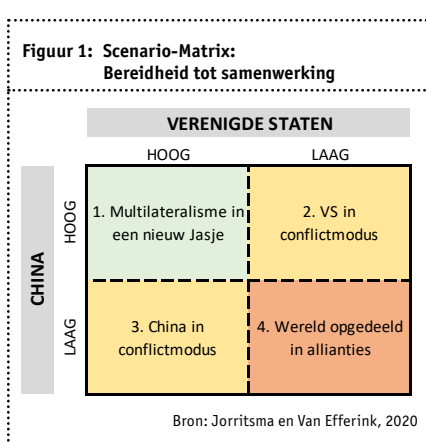
van scenario-analyse aan de hand van een helder inzicht in de impact van een verandering van het dominante frame op financiële markten.

FRAMING VAN KRITISCHE ONZEKERHEDEN ALS REMEDIE TEGEN VALKUILEN IN DE PRAKTIJK

Bovenstaande benadering van geopolitieke scenario-analyse op basis van kritieke onzekerheden heeft als aanvullende toegevoegde waarde dat een aantal veel voorkomende uitdagingen in de praktijk worden geadresseerd. Deze uitdagingen zijn veelal het gevolg van enerzijds procesgerelateerde valkuilen en anderzijds mentale gedragsvalkuilen (behavioural biases).

Onze benadering adresseert de volgende drie belangrijke proces-gerelateerde valkuilen²:

- **Diversiteit:** In de praktijk is veelal sprake van onvoldoende diversiteit in zienswijzen bij de definitie van scenario's door een beperkte groep van experts. Hierin schuilt het gevaar van het ontwikkelen van een tunnelvisie. In onze benadering wordt dit voorkomen door de definiëring van twee kritieke onzekerheden (bereidheid van de VS en van China tot samenwerking) met bijbehorende binaire opties (positief of negatief). Dit staat garant voor een ruim spectrum aan scenario's die tevens in hun benamingen onderscheidend en herkenbaar zijn (Multilateralisme in Nieuw Jasje, VS in Conflictmodus, China in Conflictmodus, de Wereld Opgedeeld in Allianties);
- **Omvang:** Onze 2-bij-2 matrix resulteert in vier scenario's en voldoet daarmee aan de 'best practice' van maximaal twee tot vijf scenario's. Hiermee wordt voorkomen dat er onvoldoende diepgang is bij de onderbouwing van de afzonderlijke scenario's, alsmede dat er onvoldoende acceptatie is van alle onderscheiden alternatieven bij een groter aantal scenario's;
- **Monitoring:** Het helder definiëren van de causaliteit aan de hand van oorzaak (de kritieke onzekerheden) en gevolg (economische ontwikkelingen en bijbehorende rendementen) draagt bij



aan het voorkomen van 'de waan van de dag', aan het bovenmatig monitoren van marktontwikkelingen en, als gevolg daarvan, aan het veronachtzamen van onderliggende fundamentele oorzaken.

Naast de genoemde proces-gerelateerde valkuilen spelen ook mentale gedragsvalkuilen³ een rol in de praktijk:

- **Over-optimisme:** Het risico waarbij overmatig veel waarde wordt toegekend aan een centraal scenario wordt in onze benadering beperkt door het feit dat het centrale scenario weliswaar onderscheidend is, maar expliciet een van de uitkomsten is op basis van kritieke onzekerheden die ook voor de andere scenario's leidend zijn. Daarmee staat een centraal scenario niet op zichzelf;
- **Waarschijnlijkheidsperceptie:** Vaak worden scenario's met een lage toegekende waarschijnlijkheid verkeerd ingeschat. In het geval van negatieve gerelateerde emoties (waaronder negatieve beleggingsrendementen) wordt de kans op preventie daarvan ernstig onderschat en veronachtzaamd. Onze dynamische benadering daarentegen is juist gericht op het identificeren van mogelijke veranderingen van dominante frames, met eventuele negatieve gevolgen als onderdeel van dynamische scenario-analyse;
- **Bevestiging:** De mentale voorkeur voor het persoonlijk selecteren van nieuwe bevestigende informatie over het meest waarschijnlijk geachte scenario wordt in onze benadering beperkt door een expliciete link tussen informatie van welke aard dan ook en een van de vier

scenario's. Hierdoor wordt de kans op willekeurige selectie van uitsluitend bevestigende informatie en het bagatelliseren van alle niet-bevestigende informatie beperkt.

CONCLUSIE

Onze benadering, met de geschetste scenario's voor de geopolitieke relatie tussen de VS en China, doet recht aan het belang van dit onderwerp, naast alle aandacht van beleggers voor de acute Covid-19 crisis. Daarnaast draagt het concept van 'frames' bij aan een beter begrip van de kritische onzekerheden van deze voor beleggers belangrijke geopolitieke verhouding. Kern daarbij is dat een gedegen bewustzijn van alternatieve scenario's ruimte biedt voor een meer dynamische aanpak van scenario-analyse in de praktijk. Dit verhoogt de relevantie voor beleggers, omdat het een goede basis is voor heldere geopolitieke beschouwingen en daarop gebaseerde beleggingsaanbevelingen. Bovendien ondervangt deze benadering een aantal veelvoorkomende procesgerelateerde en mentale valkuilen. «

1 Zie de volgende publicaties: Peter Schwartz, *The Art of the Long View: Planning for the Future in an Uncertain World*, second edition, 1996. George Wright and George Cairns, *Scenario Thinking: Practical Approaches to the Future*, 2011. Mats Lindgren and Hans Bandhold, *Scenario Planning: The Link Between Future and Strategy*, 2003.

2 Paul Schoemaker, *Twenty Common Pitfalls in Scenario Planning*, Chapter 25 in 'Learning from the Future', L. Fahey & R. Randall (eds), John Wiley & Sons, 1998, pp. 422-431.

3 Drew Erdmann, Bernardo Sichel and Luk Yeung, 'Overcoming obstacles to effective scenario planning' in McKinsey on Finance, Number 55, Summer 2015, pp. 20-25.

Dit artikel is geschreven door Leonhardt van Efferink, PhD, Trainer-Spreker bij Van Efferink Geopolitics & Country Risk, Hoofdredacteur van ExploringGeopolitics, Docent aan Universiteit Maastricht en Gastdocent aan Nyenrode Business University, en drs. Gerben Jorritsma RBA, EPP, Investment Consultant bij InvestmentEASE, Adviseur Risk & Investment Management voor pensioenfondsen bij IPFOS, Bestuurslid CFA Society VBA Netherlands en Docent Nyenrode Business Universiteit.

HOE GELOOFWAARDIG ZIJN DE CO₂-PLANNEN VAN HET BEDRIJFSLEVEN?

Door Eva Cairns

Steeds meer ondernemingen beloven hun netto CO₂-uitstoot tot nul te verlagen. Maar die belofte is alleen wat waard als er goede toekomstplannen liggen waarin compensatieregelingen geen hoofdrol spelen.

De uitstoot van CO₂ is als gevolg van de Covid-19 pandemie gedaald tot het laagste niveau in veertien jaar.¹ Het auto- en vliegverkeer is flink afgenomen en in veel fabrieken is de productie tijdelijk teruggeschroefd of stilgelegd. Als het aan veel bedrijven, steden en zelfs landen ligt, is de lagere uitstoot van broeikasgassen het begin van een nieuwe trend. Ze beloven de netto CO₂-uitstoot tot nul terug te schroeven. Maar hoeveel zijn die mooie woorden waard?

Om daar wat over te zeggen, moet een belegger antwoord zien te krijgen op twee vragen. De eerste is hoe het netto-nulpunt

wordt bereikt. In het ideale scenario schakelt een bedrijf volledig over van fossiele brandstoffen op duurzame energiebronnen, zoals elektriciteit uit zonne-energie en windmolenparken. In verschillende sectoren, zoals de luchtvaart, de landbouw en de constructie, is dat echter geen optie. De technologie om vliegtuigen op waterstof of op een andere emissievrije brandstof te laten vliegen, staat nog in de kinderschoenen. Bedrijven in deze sectoren kunnen voorlopig alleen het netto-nulpunt bereiken door de CO₂-uitstoot te compenseren. Totdat er een betere oplossing gevonden wordt om broeikasgassen ondergronds op te slaan, gebeurt dat vooral via het planten van bomen of via investeringen in duurzame energie.

INNOVEREN IS BETER DAN COMPENSEREN

De kosten van compensatieregelingen liggen opvallend laag. Luchtvaartmaatschappij EasyJet heeft vorig jaar bijvoorbeeld aangekondigd dat het de uitstoot van alle vluchten compenseert voor £ 25 miljoen per jaar. Dat komt neer op slechts £ 3 per ton CO₂ (circa \$ 4). Ter vergelijking: in juli werden contracten voor de uitstoot van een ton CO₂ verhandeld voor ongeveer \$ 30 op de Europese futuremarkt. De Verenigde Naties voorspellen dat die prijs naar \$ 75 moet stijgen om de doelen van het Klimaatakkoord uit Parijs te halen. Het grote verschil tussen de compensatietarieven en de futureprijs, is

te verklaren doordat eerst projecten worden uitgevoerd waar met de laagste kosten het grootste verschil wordt gemaakt. Zodra dit laaghangende fruit geplukt is, gaan de compensatiekosten snel oplopen.

Bovendien is het een kwestie van tijd voordat de capaciteitsgrens van compensatieregelingen wordt bereikt. Energiemaatschappij Shell berekent bijvoorbeeld in het zogeheten Sky Scenario dat de olie-industrie in de toekomst CO₂-neutraal kan worden door 700 miljoen hectare grond met bomen te beplanten. Die oppervlakte komt overeen met het grondgebied van Brazilië. Er is simpelweg te weinig land op onze planeet om de CO₂-uitstoot te compenseren. Bovendien is het op de lange termijn vaak verstandiger als bedrijven het geld dat ze uitgeven aan compensatieregelingen, investeren in klimaatvriendelijke innovatie. Want het is uiteindelijk veel beter om helemaal geen broeikasgassen uit te stoten dan om de bestaande uitstoot te compenseren.

EERLIJK METEN

De tweede vraag die een belegger zich moet stellen, is hoe een onderneming de CO₂-uitstoot precies meet. Kijkt een concern alleen naar de broeikasgassen die vrijkomen bij de eigen bedrijfsprocessen en naar het eigen energieverbruik? Of wordt ook de uitstoot in andere delen van

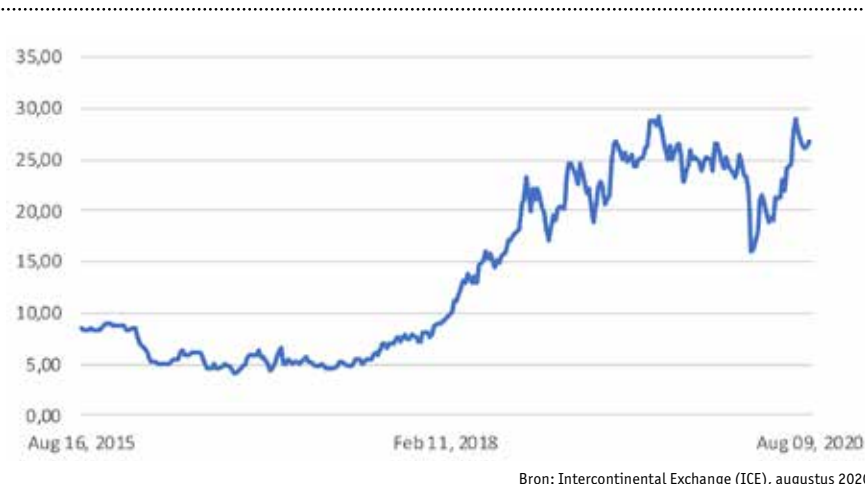


Eva Cairns

de keten meegenomen: bij toeleveranciers, afnemers en gebruikers? In veel sectoren, zoals autofabrikanten en banken, vormen die laatstgenoemde 'scope 3-effecten' het overgrote deel van de uitstoot. Bij grote olie- en aardgasconcerns kan die bijdrage zelfs oplopen tot 85% van het totaal. In deze marktsegmenten is het belangrijk dat ondernemingen hun klanten helpen om meer klimaatvriendelijke keuzes te maken.

Het is hoopgevend om te zien hoeveel bedrijven zich vastleggen op een doelstelling om de netto CO₂-uitstoot te verlagen tot nul. Ook is het een goed teken dat scope 3-effecten steeds vaker een onderdeel vormen van die doelstelling. Maar net als bij zoveel zaken in de beleggingswereld, draait het hier om details. Ondernemingen moeten goed duidelijk maken wat ze doen om de druk op het milieu te verminderen. In sommige gevallen ligt de focus sterk op compensatieplannen tegen onrealistisch lage prijzen, of op het beperken van de doelstellingen tot slechts een deel van de activiteiten. Met dit soort lege beloften wordt het heel lastig om de klimaatdoelen te halen. Bovendien schuilt hierin ook een gevaar voor beleggers. Ondernemingen die klimaatbeleid niet serieus nemen, lopen een grotere kans op negatieve PR.

Figuur 1: Futureprijs CO₂-emissie



Daarnaast is het risico groter dat een dergelijk bedrijf op de lange termijn blijft zitten met 'stranded assets'.

VERANTWOORDELIJKHEID VOOR BELEGGERS

Hier ligt nadrukkelijk ook een verantwoordelijkheid voor onze eigen organisatie en andere asset managers. Via een goede analyse van bedrijfsactiviteiten en een dialoog met het bedrijf, kunnen we beoordelen hoe realistisch CO₂-doelen zijn. Vervolgens is het van belang om ondernemingen die tekortschieten daarop

aan te spreken. Dat kan bijvoorbeeld via engagement: het aanknopen van een duurzame discussie met een bedrijf. Of door heel bewust een stem uit te brengen tijdens aandeelhoudersvergaderingen. Want op de lange termijn wint iedereen als bedrijven zich ambitieuze maar realistische klimaatdoelen stellen: de ondernemingen zelf, de aandeelhouders, de beleggers en onze planeet. «

1 Bron: Temporary reduction in daily global CO₂ emissions during the COVID-19 forced confinement – Nature Climate Change, 19 mei 2020.

DE RACE NAAR NUL

Steeds meer landen, bedrijven en steden haken in op de race naar nul. De Verenigde Naties gaven op 5 juni het officieuze startschot via de aankondiging van de 'Race to Zero'-campagne. De organisatie wil dat zoveel mogelijk partijen hun ambitie uitspreken, voordat in november 2021 de klimaatconferentie COP26 in Glasgow van start gaat.

Deelnemers aan de race beloven om uiterlijk in 2050 CO₂-neutraal te zijn. Dat geldt bijvoorbeeld voor 241 bedrijven die zich aangesloten hebben bij 'Business Ambition for 1,5 degrees Celsius: our only future.' Die ondernemingen hebben een gezamenlijke beurswaarde van meer dan € 3.000 miljard. Aan de andere kant hebben investeerders met een gezamenlijk belegd vermogen van bijna € 4.000 miljard toegezegd om hun beleggingsportefeuille 'net-zero' te maken.

Inmiddels hebben al bijna 2.000 partijen hun handtekening gezet onder het Race to Zero-initiatief. De Verenigde Naties schatten dat de ondertekenaars goed zijn voor ongeveer de helft van het wereldwijde bbp en voor bijna een kwart van de CO₂-uitstoot.

- Steeds meer bedrijven beloven om de netto CO₂-uitstoot tot nul te verlagen;
- Hoe geloofwaardig die belofte is, hangt af van hoe de uitstoot wordt gemeten en verlaagd;
- Beleggers kunnen een duurzame dialoog aangaan als een bedrijf lege beloftes doet.

Dit artikel is geschreven door Eva Cairns, Senior ESG Investment Analyst bij Aberdeen Standard Investments.

DE TIJD IS RIJP VOOR BEDRIJFSOBLIGATIES UIT OPKOMENDE MARKTEN

Door Yoram Lustig

Nu beleggers hun portefeuilles aanpassen in afwachting van een herstel, kan de rol van bedrijfsobligaties uit opkomende markten toenemen.

Bedrijfsobligaties uit opkomende markten (EM) worden nog vaak gezien als niche-belegging en zijn daarom niet zo sterk aanwezig in portefeuilles als andere beleggingscategorieën. Maar dat zou de komende tijd weleens kunnen veranderen. Nu beleggers hun portefeuilles aanpassen om te kunnen profiteren van het economisch herstel na de corona-pandemie, kan de unieke combinatie van kenmerken ervoor zorgen dat de vraag naar EM-bedrijfsobligaties toeneemt.

EM-bedrijfsobligaties bieden een aantrekkelijk effectief rendement dat bijna gelijk is aan dat van high yield-obligaties en EM-staatsobligaties in harde

valuta. De looptijd is korter dan die van staatsobligaties uit opkomende en ontwikkelde markten (DM) en ook dan die van de meeste investment grade DM-bedrijfsobligaties. De gemiddelde kredietkwaliteit van EM-bedrijfsobligaties (BBB-) is hoger dan EM-staatsobligaties in harde valuta (BB+) en die van wereldwijde high yield-obligaties (BB).

DURATION, YIELD EN CORRELATIE MET AANDELEN

Het profiel van de EM-bedrijfsobligatiemarkt is de afgelopen jaren steeds beter geworden: begin 2020 was ongeveer 70% van investment grade-kwaliteit, terwijl dat begin 2000 nog geen 40% was. Omdat

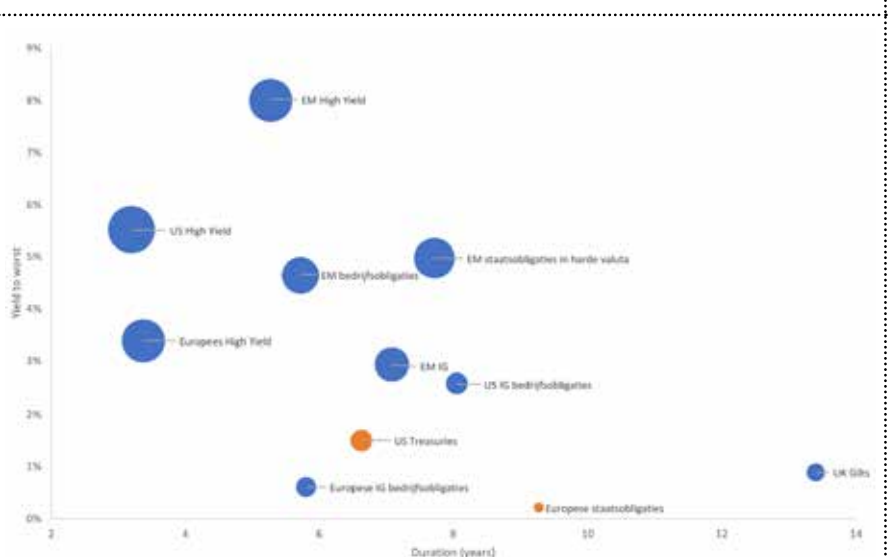
EM-bedrijfsobligaties in Amerikaanse dollars gedenomineerd zijn, brengen ze bovendien geen valutarisico mee voor portefeuilles die de dollar als basisvaluta hebben. Voor niet-dollarportefeuilles kan het valutarisico gemakkelijk worden afgedekt naar de basisvaluta (vanwege de liquiditeit van de US dollar) of ongedekt worden gelaten, gezien de grote animo voor exposure naar de dollar.

De EM-bedrijfsobligatiemarkt kent een zeer breed universum, met een index die ruim 1.600 namen uit meer dan 50 landen telt. Deze markt wordt bovendien minder onderzocht en is minder efficiënt dan zijn DM-tegenhanger. Het omspannt een grote



Yoram Lustig

Figuur 1: Vastrentende waarden zijn een heterogene asset class



Behaalde rendementen uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen.

Bron: T. Rowe Price, berekeningen op basis van FactSet Research Systems Inc. data. Per 31 maart 2020. ¹

variatie aan macro-economische omstandigheden, landen, sectoren, looptijden en kredietkwaliteiten. Daardoor biedt het actieve beheerders extra kansen om waarde toe te voegen en de index te verslaan.

Vanwege hun correlatie met wereldwijde aandelen zijn EM-bedrijfsobligaties een risicovolle beleggingscategorie. Daar staat tegenover dat ze in het verleden een sterk, met aandelen vergelijkbaar rendement hebben opgebracht met een lager risico dan andere groei-activa zoals Amerikaans en Europees high yield, en dat ze bovendien door de lagere correlatie diversificatievoordelen bieden in een portefeuille context.

RENDEMENT VAN OBLIGATIES EN AANDELEN SINDS 2001

De cumulatieve performance sinds 2001 van EM-bedrijfsobligaties lag in lijn met wereldwijde aandelen, terwijl de volatiliteit lager was. De relatief hoge couponrente van EM-bedrijfsobligaties heeft bijgedragen aan de sterke prestaties van deze asset class.

Actief beheer en een zorgvuldige selectie in de asset class kunnen de risico's, zoals politieke risico's en de regelgeving inzake ondernemingsbestuur en boekhoudkundige praktijken, beperken, zodat

beleggers kunnen profiteren van de voordelen die deze beleggingscategorie te bieden heeft. «

Dit artikel is geschreven door Yoram Lustig, Hoofd Multi-Asset Solutions, EMEA, T. Rowe Price.

- De tijd is rijp voor een langdurige reflatie van de activa-prijzen in opkomende markten, omdat deze markten drie grote voordelen bieden: groei, bevolkingsopbouw en verandering;
- Bedrijfsobligaties kunnen bij zowel stijgende als dalende rentes goed presteren vanwege hun relatief hoge yield, korte looptijd, potentiële spread-verkraping en brede universum;
- Bedrijfsobligaties uit opkomende markten verbeteren in portefeuilles de spreiding en vormen een onafhankelijke bron van rendement.

- 1 Alle rechten voorbehouden. Rendement en duratie per 31 maart 2020. Correlatie voor de periode december 2001 tot en met maart 2020. IG = investment grade. De grootte van de cirkel geeft de mate van correlatie aan van de rendementen van de index versus die van de MSCI AC World Index (ACWI). Blauw is een positieve correlatie, oranje is een negatieve correlatie.
Europese staatsobligaties = Bloomberg Barclays PanEuropean Aggregate Treasury EUR. Europese IG bedrijfsobligaties = Bloomberg Barclays PanEuropean Aggregate Corporate EUR. Europees high yield = Bloomberg Barclays PanEuropean High Yield EUR. UK gilts = Bloomberg Barclays UK Government All Bonds GBP. U.S. Treasuries = Bloomberg Barclays U.S. Treasury gehedged naar USD. U.S. IG bedrijfsobligaties = Bloomberg Barclays Global U.S. Corporate gehedged naar USD. U.S. high yield = Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield gehedged to USD. EM IG bedrijfsobligaties = Bloomberg Barclays Emerging Markets Investment Grade gehedged naar USD. EM staatsobligaties in harde valuta = JP Morgan EMBI Global Diversified Composite gehedged naar USD. EM bedrijfsobligaties = JP Morgan CEMBI Broad Composite gehedged naar USD. EM high yield = Bloomberg Barclays Emerging Markets High Yield gehedged naar USD.
- 2 Alle rechten voorbehouden. December 2001 tot en met maart 2020. IG = investment grade. EM bedrijfsobligaties = JP Morgan CEMBI. Global high yield gehedged naar USD = Bloomberg Barclays Global High Yield gehedged naar USD. Wereldwijde IG bedrijfsobligaties gehedged naar USD = Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate gehedged naar USD. Wereldwijde staatsobligaties gehedged naar USD = Bloomberg Barclays Global Aggregate Government gehedged to USD. ACWI = MSCI AC World index. Alle indices geïndexeerd op 100 op 30 november, 2001.

Extra informatieverstrekking

De informatie is verkregen uit bronnen die betrouwbaar worden geacht, maar J.P. Morgan garandeert de volledigheid of nauwkeurigheid ervan niet. De index wordt met toestemming gebruikt. De index mag niet worden gekopieerd, gebruikt of verspreid zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van J.P. Morgan. Copyright © 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Alle rechten voorbehouden.

Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® is een handelsmerk en servicemerk van Bloomberg Finance L.P. en haar dochterondernemingen (gezamenlijk "Bloomberg"). BARCLAYS® is een handelsmerk en servicemerk van Barclays Bank Plc (samen met haar filialen, "Barclays"), dat onder licentie wordt gebruikt. Bloomberg of de licentiegevers van Bloomberg, inclusief Barclays, zijn eigenaar van alle eigendomsrechten in de Bloomberg Barclays Indices. Noch Bloomberg, noch Barclays keurt dit materiaal goed of onderschrijft dit, of garandeert de juistheid of volledigheid van enige informatie hierin, of geeft enige garantie, expliciet of impliciet, met betrekking tot de resultaten die daaruit worden verkregen en, voor zover de wet dit toestaat, zal geen enkele aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid hebben voor letsel of schade die in verband daarmee ontstaat.

Belangrijke informatie

Dit materiaal wordt uitsluitend verstrekt voor algemene informatie- en/of marketingdoeleinden en vormt geen beleggingsadvies. Potentiële beleggers moeten onafhankelijk juridisch, financieel en fiscaal advies inwinnen voordat ze een beleggingsbeslissing nemen. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.** De waarde van een belegging en de daaruit verkregen inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers minder terugkrijgen dan het belegde bedrag. De huidige informatie en meningen kunnen afwijken van die van andere ondernemingen en/of gelieerde ondernemingen van de T. Rowe Price groep.

EER excl. VK — Tenzij anders vermeld is dit materiaal uitgegeven en goedgekeurd door T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l., 35 Boulevard du Prince Henri, L-1724 Luxembourg, een onderneming die is toegelaten en geregistreerd door de Luxemburgse Commission de Surveillance du Secteur Financier. Alleen voor professionele klanten. 202008-1289010

Figuur 2: EM-bedrijfsobligaties hebben een rendement opgeleverd, vergelijkbaar met aandelen



Behaalde rendementen uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen.

Bron: T. Rowe Price berekeningen op basis van FactSet Research Systems Inc. data. Per 31 maart 2020. ²

Verzekeraars en vermogensbeheerders worden steeds innigere partners

DOOR HARRY GEELS

Solvency II en de steeds groter wordende focus op duurzaam beleggen, ook vanuit de hoek van de regelgevers, veranderen de vooruitzichten voor de beleggingsportefeuilles van verzekeraars. Financial Investigator vroeg Alex Wharton, Head of Insurance Relationships bij Aviva Investors, naar de verschillende beleggingsstrategieën die op dit moment het beste passen bij verzekeraars.

Benutten verzekeraars alle mogelijkheden die de regelgeving biedt om optimaal gebruik te maken van het risicokapitaal van de beleggingsportefeuille?

‘Verzekeraars passen hun beleggingsportefeuilles sinds de introductie van Solvency II al enkele jaren aan. Het tempo van de ontwikkelingen en de diversificatie is indrukwekkend, maar er is nog steeds verbetering mogelijk binnen de kaders van zowel het Standaard Model als het Interne Model, dat wordt gebruikt door grotere bedrijven met een omvangrijke eigen staf. Bovendien hebben andere externe trends sinds de invoering van Solvency II additionele vernieuwingen aangestuurd; met name de lage rente, de zoektocht naar hogere yields en duurzaamheidsoverwegingen. Hoewel de vooruitgang groot is geweest, is er dus zeker nog ruimte voor verbetering voordat we beleggingsportefeuilles en ALM-functies als volledig geoptimaliseerd kunnen beschouwen.’

Waar worden die hogere opbrengsten gevonden?

‘Een veelgebruikte route is die naar meer illiquide investeringen. We zien dit bevestigd door de toekenning van nieuwe mandaten, door extern onderzoek en ook door onze eigen jaarlijkse Real Asset Survey. Die wijzen allemaal op een consistente trend naar beneden in het liquiditeitspectrum. Ook aan de zeer liquide kant van het spectrum zien we een

Uit onze 2019 Real Assets Survey bleek dat meer dan de helft van alle deelnemers van plan was hun investeringen in real asset-leningen in de komende twaalf maanden te verhogen.

toenemend aantal verzekeraars die hun kasposities willen optimaliseren. Dus in plaats van 100% cash die tegen nul of tegen een negatieve yield wordt aangehouden, nemen zij voor een deel van hun liquiditeitsdeelnemingen een positie in ‘cash-like’ investeringen: zeer liquide schuldbeleggingen van hoge kwaliteit met een lage kapitaallast en een lage rentegevoeligheid, maar met een aanzienlijke rendement pick-up. Zo bieden wij verzekeraars toegang tot een €STR plus 50 bp cash-achtige beleggingsstrategie met zeer lage kapitaal-kosten. Deze strategie heeft geen exposure naar ABS, de categorie die vanuit een op risico gebaseerd kapitaalperspectief onaantrekkelijk kan zijn voor verzekeraars en ook slecht heeft gepresteerd tijdens de coronacrisis.’

Is er nog meer bewijs dat beleggers nieuwe stappen zetten in de richting van illiquide investeringen?

‘Wij zijn een belangrijke speler op de private markten, met meer dan € 50 miljard belegd in reële activa en een origination-capaciteit van meer dan € 8 miljard per jaar, met een 50/50-verdeling over aandelen en obligaties. Onze exposure naar schulden op de private markten valt grotendeels binnen het investment grade-universum, dat aantrekkelijk is voor verzekeraars. En vanwege onze schaal kunnen we vaak fungeren als lead underwriter op de transacties die we opzetten, waardoor we de voorwaarden van de transacties kunnen afstemmen op de behoeften van onze klanten. Uit onze 2019 Real Assets Survey, uitgevoerd onder beleggers met in totaal meer dan £ 600 miljard aan activa, bleek dat meer dan de helft van alle deelnemers van plan was hun investeringen in real asset-leningen in de komende twaalf maanden te verhogen. Dit omvat zowel commerciële vastgoedleningen als infrastructuurleningen, particuliere bedrijfsleningen en meer esoterische, gestructureerde financieringsmogelijkheden. Vandaag de dag is het niet ongewoon dat levensverzekeraars met langlopende

Vandaag de dag is het niet ongewoon dat levensverzekeraars met langlopende verplichtingen tot 60% van hun beleggings- portefeuille alloceren naar illiquide beleggingen.

verplichtingen tot 60% van hun beleggingsportefeuille alloceren naar illiquide beleggingen. Het waren met name Britse levensverzekeraars die gebruik hebben gemaakt van de Matching Adjustment-faciliteit onder Solvency II.

In de afgelopen twaalf maanden hebben we belangrijke mandaten toegewezen gekregen op het gebied van infrastructure debt, real estate debt en multi-asset, van verzekeraars in de Europese Unie en daarbuiten. Yield, illiquiditeitspremies en duration - soms zelfs twintig jaar of meer - blijven aantrekkelijke kenmerken die verzekeraars beter in staat stellen hun verplichtingen na te komen of zelfs te overtreffen.'

Waar moeten verzekeraars op letten bij het opbouwen van illiquide portefeuilles?

'Er moeten steeds meer vragen worden beantwoord tijdens de due diligence van een beheerder van real assets. Zo moeten eventuele co-investments, zoals in aanmerking komende infrastructuur voor het geprefereerde Solvency II-kapitaalbeslag, worden meegenomen in verband met de 'alignment of interests', een sterk begrip in de regelgeving, maar ook onder meer de origination-capaciteit, de snelheid van implementatie, de credit rating-methodologie, de waarderingmethodologie, de default geschiedenis, de sectoren waar langetermijnrelaties essentieel zijn, de focus, de benadering van stresstests en natuurlijk ESG-overwegingen.

Bij Aviva Investors hebben we een sterke focus op partnership als we relaties opbouwen met verzekeraars. Dit is vooral belangrijk in illiquide markten, waar langetermijnrelaties essentieel zijn. Een manager moet bereid zijn tijd en capaciteit vrij te maken om samen met de klant het gewenste resultaat te bereiken. Gaat het de klant puur om diversificatie? Om cashflow matching? Om duration te realiseren boven wat beschikbaar is in de publieke markten? Om inflatie-hedging? Of misschien om een zero-klimaatbeleid waarin real assets een actieve rol kunnen spelen? Om het ESG-element toe te lichten: uit onze 2019 Real Asset Survey bleek dat 90% van de beleggers ESG wil integreren in illiquide beleggingen.

Wat betreft de gevolgen van de coronacrisis voor de vastgoedmarkt is het verstandig te begrijpen hoe de vermogensbeheerder heeft samengewerkt met huurders. Is bij die

samenwerking de best mogelijke uitkomst voor de beleggers gegarandeerd?

Tot slot moeten verzekeraars goed letten op de omvang van de vermogensbeheerder. Hoe groter de manager, hoe meer invloed de manager waarschijnlijk zal hebben aan de onderhandelingstafel, zowel bij het veiligstellen van de beste voorwaarden aan het begin, als tijdens een eventuele (her)structurering. Managers met schaal kunnen ook profiteren van een verhoogde illiquiditeitspremie op grote en complexe transacties; een gebied waar zich een kleiner aanbod van potentiële kredietverstrekkers bevindt.'

Veel aandachtspunten dus bij illiquide beleggingen. Hoe zit het met klimaatrisico's?

'Wij nemen een pro-actieve rol in op het gebied van klimaatrisico om via onze beleggingsactiviteiten en onze betrokkenheid op bestuurlijk niveau de noodzakelijke veranderingen teweeg te kunnen brengen. We vinden ook dat de verzekeringssector duidelijke klimaatgerelateerde doelstellingen moet vaststellen. Zonder deze doelen zullen we waarschijnlijk temperatuurstijgingen ruim boven de 1,5 graden Celsius gaan zien. We hebben daarom een 6-stappenproces voor onszelf en onze partners samengesteld.

De eerste stap is 'meten'. Wat is mijn ESG-footprint en welke klimaatrisico's heb ik in mijn portfolio? De tweede is 'interpreteren'. Hoe is de milieufootprint berekend en hoe zeker ben ik dat de analyse juist is? De derde is 'beslissen'. Wat is mijn risicobereidheid en welke doelen wil ik stellen? De vierde is 'beheren'. Welke wijzigingen moet ik aanbrengen in mijn strategische asset-allocatie en welke wijzigingen moet ik



ALEX WHARTON

dus doorvoeren in mijn beleggingsportefeuille? De vijfde is 'monitoren'. Ben ik op schema om mijn doelen te halen? En als ik van richting moet veranderen, wat is dan de reden? De zesde stap is 'rapporteren'. Wat is er geleverd en welke stappen zijn er ondernomen om eventuele tekorten aan te pakken?

De zes stappen vormen een continue feedback-lus. Dit model is zeker niet alleen theorie - het wordt daadwerkelijk actief uitgevoerd door Aviva Investors namens onze moeder-verzekeraar en wordt weerspiegeld door onze ShareAction top-3 rating van vermogensbeheerders die aanzienlijke positieve bijdragen aan de klimaatverandering hebben gerealiseerd.'

Wat is het langetermijneffect van de coronacrisis op verzekeraars?

'Het is te vroeg om te zeggen wat het langetermijneffect van de coronacrisis zal zijn, maar op de korte termijn hebben we materiële veranderingen gezien in beleggingsportefeuilles. Meestal om te voldoen aan kapitaal- of liquiditeitsvereisten, maar ook om te beschermen tegen risico's zoals potentiële wanbetalingen en downgrades in het kredietuniversum. Er waren evenwel natuurlijk ook wijzigingen om te profiteren van beleggingskansen. Meer in het algemeen heeft de industrie het relatief goed gedaan gezien de enorme marktvolatiliteit. En mochten er nieuwe corona-infectiegolven komen, dan moet de toegang tot kwalitatief betere data, informatie en analyses een minder reactieve benadering van beleggers mogelijk maken.'

Tot slot, als we nog eens nadenken over het vermogensbeheer van verzekeraars, zien we dan echte veranderingen, of is er te veel gepraat en te weinig actie?

'Er zijn zeker echte veranderingen gaande en die zijn ook aan het versnellen. Het staat buiten kijf dat verzekeraars niet langer alleen concurreren op hun vermogen om risico's te prijzen, maar ook op het beheren van de activa van de balans. Degenen die goed diversifiëren, slim cash management toepassen, kansen grijpen op momenten van marktvolatiliteit en hun portefeuilles verder optimaliseren op basis van diverse data, zullen beter gepositioneerd zijn voor een succesvolle toekomst. De geest is stevig uit de fles als we het hebben over het identificeren en implementeren van een breder scala van beleggingsstrategieën.

Het is te vroeg om te zeggen wat het langetermijneffect van de coronacrisis zal zijn, maar op de korte termijn hebben we materiële veranderingen gezien in beleggingsportefeuilles.

Met dat in gedachten werken we nu nauwer dan ooit met een verscheidenheid aan verzekeraars om hen te helpen zich te wapenen tegen de heersende wereldwijde trends op de lange termijn; trends zoals de eerdergenoemde lage opbrengsten en klimaatverandering, maar ook de consolidatie door fusies en overnames en de verschuiving naar kapitaal-lichte balansen. Deze wereldwijde megatrends en de veranderingen die zij eisen, leiden op hun beurt tot de groei van het outsourcen van beleggingen naar gespecialiseerde vermogensbeheerders die de steeds moeilijker wordende opgaven van verzekeraars echt begrijpen. Bovendien worden portefeuilles die worden gediversifieerd, complexer. En naarmate ze complexer worden, wordt het minder kosteneffectief om alle vereiste vaardigheden in eigen huis te hebben.

Groepsdruk speelt ook een rol. Een van de meest gestelde vragen die ik hoor, is 'wat doen onze concurrenten?' Als vermogensbeheerder met meer dan € 300 miljard aan verzekeringsassets onder beheer zijn we goed gepositioneerd om deze vraag te beantwoorden. Kortom, langetermijn-partnerships worden steeds belangrijker. De beste beheerder van verzekeringsgelden zal niet alleen sterke beleggingsprestaties neerzetten, maar ook een strategische sparring partner zijn. Een partij die niet alleen de beleggingseisen begrijpt, maar ook de bedrijfsdoelstellingen in brede zin, en die aldus creatieve oplossingen aanbiedt.' «

Contact:

Catrinus van Willigen

Client Solutions Director | Aviva Investors

+31(0)20 7997707 / +31 6 5318 6317

Catrinus.vanwilligen@avivainvestors.com

Belangrijke informatie

Alleen voor professionele beleggers; niet bestemd voor particuliere beleggers en distributie aan particuliere beleggers

Except where stated as otherwise, the source of all information is Aviva Investors Global Services Limited (AIGSL). Unless stated otherwise any views and opinions are those of Aviva Investors. They should not be viewed as indicating any guarantee of return from an investment managed by Aviva Investors nor as advice of any nature. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, but has not been independently verified by Aviva Investors and is not guaranteed to be accurate. Past performance is not a guide to the future. The value of an investment and any income from it may go down as well as up and the investor may not get back the original amount invested. Nothing in this material, including any references to specific securities, assets classes and financial markets is intended to or should be construed as advice or recommendations of any nature. This material is not a recommendation to sell or purchase any investment.

In Europe this document is issued by Aviva Investors Luxembourg S.A. Registered Office: 2 rue du Fort Bourbon, 1st Floor, 1249 Luxembourg. Supervised by Commission de Surveillance du Secteur Financier. An Aviva company. In the UK Issued by Aviva Investors Global Services Limited. Registered in England No. 1151805. Registered Office: St Helens, 1 Undershaft, London EC3P 3DQ. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Firm Reference No. 119178. In France, Aviva Investors France is a portfolio management company approved by the French Authority "Autorité des Marchés Financiers", under n° GP 97-114, a limited liability company with Board of Directors and Supervisory Board, having a share capital of 17 793 700 euros, whose registered office is located at 14 rue Roquépine, 75008 Paris and registered in the Paris Company Register under n° 335 133 229. In Switzerland, this document is issued by Aviva Investors Schweiz GmbH.



COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

De toekomst van verzekeren

Een verzekeraar heeft veel data nodig om risico's goed in te kunnen schatten. Dit is exact de reden waarom het IT-bedrijf het gaat winnen van de traditionele verzekeraar.

Ant Group is de grootste beursgang dit jaar met een notering in Hongkong en Shanghai. Ant is vooral bekend van Alipay, maar het is meer dan een betaalbedrijf. Meer dan de helft van de omzet komt uit online wealth management, online lenen en online verzekeren. En dat allemaal via de 'superapp' van Alipay, een ecosysteem met verschillende diensten: van online winkelen tot restaurantbeoordelingen. Bij een zorgverzekering van Ant betaal je vooraf niets. Het lijkt op het verzekeringsmodel van meer dan honderd jaar geleden; de onderlinge waarborgmaatschappij, maar dan digitaal. De kosten worden achteraf over de leden verdeeld. Dat is mogelijk doordat het platform van Alipay veel data genereert. Vertrouwen is goed, maar data zijn beter. Een verzekering op maat is met één klik af te sluiten, met een hogere klanttevredenheid en lagere kosten.

Insurtech is een bedreiging voor de traditionele verzekeraars. Digitalisering verbetert de preventie. Ongevallen kunnen dermate worden voorkomen, dat verzekeren weinig zin meer heeft. Het bedrijf dat beschikt over de beste real-time data en de beste analyses, kan ook de beste verzekering aanbieden. En dat allemaal dankzij bronnen als de eigen mobiele telefoon, het Internet-of-Things, sociale media en credit card-betalingen. De auto van tegenwoordig genereert zoveel data, dat een verzekeraar exact de juiste premie kan bepalen. Facebook heeft verzekeraars de toegang tot haar data ontzegd, wat een bewijs is van hoe krachtig die data blijkbaar zijn voor verzekeraars. Met de juiste data kan een Insurtech-platform kieskeurig zijn bij het selecteren van klanten, wat het traditionele verzekeringsmodel ondergraaft.

Insurtech zal er ook voor zorgen dat steeds meer herverzekeringsrisico's terecht komen in de portefeuille van beleggers. Nu is dat nog beperkt tot cat-bonds, maar straks kunnen alle risico's door beleggers worden overgenomen. Die hebben immers zowel het geld als de horizon voor deze beleggingen, terwijl de Solvency-richtlijnen beslag leggen op duur kapitaal en de horizon voor verzekeraars verkorten.

Insurtech vreet aan de waarde van bestaande verzekeraars. Zelfs als elk jaar slechts een klein deel van de klanten overstapt naar een digitaal platform, is er sprake van autonome krimp. Daar wil men op de beurs niet voor betalen. Een digitaal platform gaat op zoek naar de krenten uit de pap: de beste klanten met een laag risicoprofiel. Naarmate er meer mensen overstappen, krimpt niet alleen de traditionele verzekeraar, maar stijgt ook het risicoprofiel van de resterende klanten bij die traditionele verzekeraar.

In een digitale wereld moeten vaak grote investeringen worden gedaan, maar daarna zijn de marginale kosten nagenoeg nihil. Dat betekent dat schaalvoordelen belangrijk zijn. Schaal zorgt ook voor netwerkeffecten, waardoor het product meer waard wordt. Het zorgt voor betere data en betere analyses. Schaal trekt ook de juiste partners aan, wat het nog lastiger maakt voor de concurrentie. Ook in de digitale verzekeringswereld geldt het 'winner-takes-all'-principe. Nog even en de superapp van Alipay wordt de superassistent. Dan is Siri of Alexa de toekomstige assurant tussenpersoon: een computer die het belang van de klant centraal zet. «

Illiquiditeitspremie vastgoedleningen nu aantrekkelijker dan ooit

DOOR HANS AMESZ

Vastgoedbeleggingen waren altijd al een belangrijk onderdeel van verzekeringsportefeuilles en zijn dat nu nog steeds. Covid-19 heeft weliswaar voor structurele veranderingen op de Europese vastgoedmarkt gezorgd, maar door de steun via uitzonderlijke maatregelen van overheden en centrale banken zijn de prijzen tot nu toe minder gedaald dan verwacht. 'We zien nog steeds aantrekkelijke kansen voor vastgoed op de lange termijn, maar de situatie op de markt zorgt ervoor dat de vraag naar goed risicobeheer en due diligence toeneemt,' aldus Marlon Rockenfeller, Head of Insurance Strategy and Advisory EMEA/APAC bij DWS. Financial Investigator sprak met hem.

'Kantoorhuren daalden dit jaar al aanzienlijk, maar woningen en logistiek zien er veel veerkrachtiger uit. In de stad doet de stijgende vraag naar thuisbezorging de huurprijzen zelfs stijgen. De toch al zwakke retailmarkt staat daarentegen nog steeds onder grote druk, wat ook geldt voor de hotel- en toeristensector in het algemeen.'

De storm is nog niet voorbij

De Europese vastgoedmarkt heeft de coronastorm vooralsnog dus beter doorstaan dan velen hadden verwacht, maar de storm is volgens Rockenfeller zeker nog niet voorbij. 'Integendeel, de risico's blijven hoog. Daarom is het belangrijk dat we ons blijven richten op het behoud van inkomen en tegelijkertijd proberen te profiteren van structurele trends voor de lange termijn, zoals veranderende werk- en winkelgewoonten.'

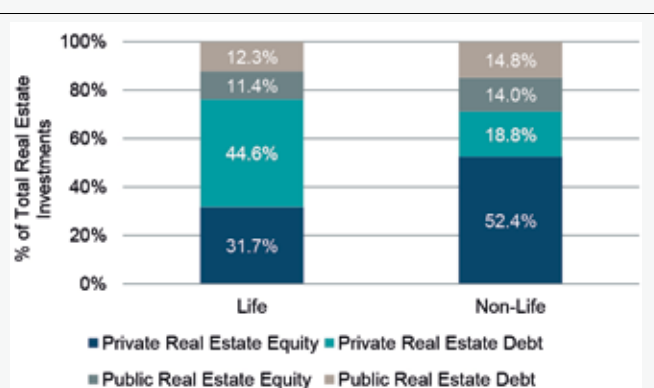
Rockenfeller vindt dat de huidige marktsituatie op de korte termijn kansen biedt voor verzekeraars in liquide markten, ook al zijn de spreads weer aanzienlijk aangescherpt. Doordat de rente hoogstwaarschijnlijk nog veel langer heel laag zal blijven door alle maatregelen van de monetaire autoriteiten, zullen verzekeringsmaatschappijen noodgedwongen op zoek moeten blijven naar hogere rendementen. 'Wij zijn van mening dat real estate debt,

Wij zijn van mening dat real estate debt, zowel senior als junior, een zeer aantrekkelijke asset class vormt voor verzekeraars

zowel senior als junior, een zeer aantrekkelijke asset class vormt voor verzekeraars. In het junior segment gaat het volgens de interne rating vooral om de B- of BB-leningen, die vergelijkbaar zijn met direct lending of high yield. In het senior segment variëren de ratings op basis van DWS' interne beoordelingskader van A tot BBB, wat vergelijkbaar is met investment grade bedrijfsobligaties.

Leningen die door reële assets worden gedekt, kunnen zowel een yield-premie genereren boven liquid credit als een extra veiligheid, die ervoor kan zorgen dat de recovery rate beter is als er sprake is van een default. Daarbij zijn bepaalde elementen vooral belangrijk voor verzekeraars als zij kijken naar de toepasbaarheid van Commercial Real Estate (CRE)-leningen in de portefeuille, zoals diversificatie, een lage correlatie met andere beleggingssegmenten, het

Figuur 1: Verschil in exposure vastgoedinvesteringen Europese levensverzekeraars versus niet-levensverzekeraars



Bron: DWS, berekeningen gebaseerd op data EIOPA

genereren van inkomen, een rendement dat hoger ligt dan veel traditionele onderdelen binnen het obligatiesegment en het potentieel voor een lagere P&L-volatiliteit onder IFRS 9.'

Onder verzekeraars is vastgoed daarom al langer een populaire beleggingscategorie. Ze hebben op verschillende manieren toegang tot de vastgoedmarkten, variërend van traditionele vastgoedbeleggingen tot hypotheekleningen of onroerend goed-beleggingsfondsen (REIT's). Rockenfeller haalt data aan van de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), waaruit blijkt dat verzekeringsmaatschappijen in de Europese Economische Ruimte voor meer dan 680 miljard euro in vastgoed hebben geïnvesteerd, zowel in leningen als in aandelen. Dit komt overeen met 8,4 procent van de totale activa in de sector.

Grote verschillen tussen verzekeraars

Volgens Rockenfeller zijn er nogal wat verschillen tussen levensverzekeraars en niet-levensverzekeraars als het gaat om hun investeringsgedrag met betrekking tot vastgoed. 'In de eerste plaats hebben levensverzekeraars zo'n 10,7 procent van het totaal van hun activa in vastgoed belegd, tegen ongeveer 7 procent door schadeverzekeraars. Bovendien varieert de aard van vastgoedbeleggingen aanzienlijk tussen levens- en schadeverzekeraars. De eerste geven de voorkeur aan real estate debt, zoals CRE-leningen of woninghypotheken, terwijl de schadeverzekeraars de voorkeur geven aan directe investeringen in onroerend goed. Beleggen in vastgoed via de publieke markten speelt slechts een ondergeschikte rol. Dit geldt met name voor beleggingen in mortgage-backed securities, die sinds de subprime crisis van 2007/2008 vrijwel zijn verdwenen. Sindsdien worden de meeste publieke investeringen gedaan in de vorm van obligaties die worden uitgegeven door REIT's en andere vastgoedbedrijven.'

Er zijn, aldus Rockenfeller, ook aanzienlijke verschillen tussen landen als het gaat om het totale aandeel van vastgoedbeleggingen bij verzekeraars en het type vastgoedbeleggingen. 'Verzekeraars in de Nederlandse, Belgische, Britse en Scandinavische markten hebben de grootste exposure naar vastgoed, terwijl die in Zuid-Europa slechts beperkt is. Zo hebben Nederlandse verzekeraars aanzienlijk geïnvesteerd in real estate debt (voornamelijk in woninghypotheken, die vaak worden aangeduid als 'Dutch mortgages'); gemiddeld tot ruim vijftien procent van het totale vermogen.'

Een focus op vastgoed dat een flexibele indeling kan bieden in belangrijke steden, kan een outperformance opleveren.

Rockenfeller gaat verder: 'Aan de andere kant hebben Finse verzekeraars de hoogste exposures naar direct vastgoed, terwijl verzekeraars in Noorwegen de voorkeur geven aan indirecte beleggingen via onroerend goed bedrijven zoals REIT's. Groot-Brittannië is weer een zeer liquide markt als het gaat om real estate debt. De juridische omgeving daarvoor is er vrij gunstig. Overigens zijn beleggers als gevolg van de Brexit terughoudender ten opzichte van het Verenigd Koninkrijk geworden. Ze weten niet hoe de onderhandelingen zullen verlopen en zijn vooral onzeker. Er zijn trouwens ook wel beleggers die profiteren van korte verstoringen in de markt.'

Wat is de impact van de coronacrisis op de markt voor real estate debt? Dat is volgens Rockenfeller lastig in te schatten omdat de volledige impact op dit segment nog niet duidelijk is gezien de waarderingen. Rockenfeller zegt dat CRE-leningen doorgaans gekenmerkt worden door een



Foto: R. Joppen

CV

Marlon Rockenfeller is Head of Insurance Strategy and Advisory EMEA/APAC bij DWS. Hij trad in 2015 in dienst bij het bedrijf met 4 jaar ervaring in de sector. Voorafgaand aan zijn huidige functie was Rockenfeller Co-Head of Insurance and Pension Solutions en een branchespecialist voor verzekeringsonderwerpen. Voordat hij bij DWS in dienst trad, werkte hij bij Barclays in de multi asset-vermogensstructurering voor institutionele klanten. Rockenfeller is zijn carrière begonnen bij RBS in een salesfunctie met betrekking tot gestructureerde oplossingen voor verzekeringsmaatschappijen op het gebied van fixed income, credits en aandelen. Hij behaalde zijn diploma wiskunde aan de Universiteit van Keulen, Duitsland.

lage mate van volatiliteit. 'De waarde van een CRE-lening wordt voornamelijk bepaald door vier factoren: kapitaal-kosten, die verband houden met de Basel III en IV kapitaalvereisten, exploitatiekosten, liquiditeitskosten, de financieringskosten van banken en financiële instellingen in de obligatiemarkt, en kredietkosten, die voornamelijk gerelateerd zijn aan het marktwaarderisico van het onderliggende vastgoed en variëren met de LTV. Op basis van interne data van DWS hebben we de impact van de financiële crisis van 2008 op een portefeuille met een gemiddelde initiële LTV van 52% berekend. Deze zag een terugloop van 18,9%.'

Wat valt er te zeggen over de invloed van regulering, zoals Solvency II, op de vastgoedleningen- en vastgoedaandelenmarkt? Rockenfeller: 'Als je kijkt naar het standaardmodel in Solvency II, is de kapitaallast voor vastgoed op dit moment vrij hoog: senior CRE-leningen zijn onderworpen aan een Solvency Capital Requirement (SCR) voor het spreadrisico, het renterisico en het valutarisico.'

Wat kan er verder nog worden gezegd over de invloed van de coronacrisis op real estate debt? 'De Covid-19-pandemie heeft niet alleen grote gevolgen voor de vastgoedsector, maar heeft ook het potentieel om een van de ernstigste economische gebeurtenissen in ons leven te zijn,' stelt de Duitser.

'Terugkijkend op de geschiedenis is het moeilijk om voorbeelden te vinden waar de economische activiteit in zo'n korte tijd zo drastisch is gedaald. De vastgoedsector is niet immuun en staat inderdaad vaak aan de frontlijn. Veel winkels zijn gesloten en kantoren blijven leeg. De gevolgen van deze crisis zullen waarschijnlijk tot ver in het huidige decennium voelbaar zijn.'

Strategische focus noodzakelijk

Tot nu toe behoren de detailhandel, de reisector en de horeca tot de zwaarst getroffen sectoren van de economie.

De zoektocht naar rendement zal verder intensiveren, wat in het voordeel zal zijn van beleggings-categorieën die een illiquiditeits-premie kennen.

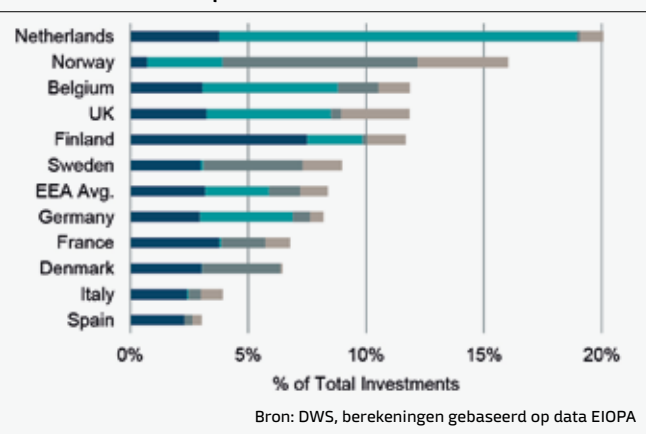
'Als het gaat om investeringen in hotels, winkelruimtes en grote winkelcentra, zullen beleggers ongetwijfeld voorzichtiger worden,' verwacht Rockenfeller. 'Voedsel, supermarkten en andere essentiële sectoren staan minder onder druk. Maar er zijn ook gebieden waar we een strategische focus aanbevelen. Ten eerste op het gebied van stadslogistiek, waar groei in e-commerce, concurrentie om grond en lage leegstand de vooruitzichten voor huurgroei sterk en duurzaam moeten ondersteunen. Logistieke centra zouden baat kunnen hebben bij de crisis vanwege de levering van goederen in een geglobaliseerde wereld. Ook de online verkoop en online detailhandel winnen aan belang.'

Ten tweede op betaalbare woningen op toegankelijke locaties. Wij verwachten dat huurders meer ruimte zullen gaan vragen in grotere eenheden en in gezinsvriendelijke omgevingen. En ten derde denken we dat de veranderende behoeften in de samenleving na Covid-19 een volgende generatie van nieuwe kantoorconcepten zullen ondersteunen. Wij zijn van mening dat onder andere een focus op vastgoed dat een flexibele indeling kan bieden in belangrijke steden, een outperformance zou kunnen opleveren.'

Rockenfeller meent dat de crisis heeft aangetoond dat je in staat moet zijn snel te schakelen, bijvoorbeeld van het werken op kantoor naar het werken thuis, teneinde de bedrijfsactiviteiten toch te kunnen voortzetten. 'Door thuiswerken kan de vraag naar woonruimte veranderen: misschien grotere woonflats en minder éénkamer-appartementen in grote steden, die vóór de crisis juist wel in de smaak vielen. Maar ik wil toch wel benadrukken dat we eigenlijk gewoon niet weten wanneer en hoe de crisis zal worden opgelost.'

Vóór de crisis was de rente al historisch laag en bestond volgens Rockenfeller bij velen de hoop dat de rente weer zou aantrekken. 'Ik denk echter dat we door de crisis in een lager rentescenario terecht zijn gekomen dan we aan het begin van dit jaar verwachtten. We hebben een periode van vijf of tien jaar met een lage rentestand voor ons liggen. Dat zal de zoektocht naar rendement verder intensiveren en dat zal met name in het voordeel zijn van beleggings-categorieën die een illiquiditeitspremie kennen, zoals alternatieve vaste waarden, waaronder commerciële vastgoedleningen.' «

Figuur 2: Exposure vastgoedinvesteringen door Europese verzekeraars per land





DOOR MELINDA ROOK, RBA, VOORZITTER VAN CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS

COLUMN

De standaard 'toolkit' van beleggingsprofessionals verandert in hoog tempo

Het is een bijzonder zomerseizoen geweest. Vakantieplannen werden afgezegd of radicaal omgegooid. Mijn gezin en ik hebben onze trip op het allerlaatste moment geboekt. Het werd een weekje in de Dordogne. Mondkapjes gingen mee, de nieuwe realiteit. Als we een dag op stap gingen, controleerde ik of we naast portemonnee, telefoon en zonnebrand óók de mondkapjes meegenomen hadden. Het was onderdeel van mijn standaarduitrusting geworden.

Ik kan hier een kleine vergelijking maken met onze eigen beleggingsindustrie. De coronacrisis vraagt van ons als beleggingsprofessionals andere, nieuwe vaardigheden. En daarmee ziet onze 'toolkit' er ook anders uit. Deze standaarduitrusting verandert in een hoog tempo. Onze vaardigheden moeten we aanpassen aan een andere realiteit. Zo geeft het recente rapport van CFA Institute getiteld 'Is the Coronavirus Rocking the Foundations of Capital Markets?' aan dat de leden zich daar terdege van bewust zijn. 45 procent van de respondenten van de enquête maakt zich zorgen over de invloed van de crisis op het ethisch gedrag in de sector. Positief is echter wel dat een meerderheid van de respondenten vindt dat er geen sprake kan zijn van versoepeling van de regulering, wat een positieve afspiegeling is van de ethische professionaliteit van de leden van CFA Institute. Daarnaast is 96% van de respondenten van mening dat de crisis kan leiden tot een verkeerde prijsstelling van activa. Foute prijzen zouden veroorzaakt worden door liquiditeitsverstoringen en overheidsingrijpen. Deze nieuwe realiteit vraagt om nieuwe vaardigheden.

Kort gezegd legt de coronacrisis dus nog meer nadruk op ethisch gedrag en integriteitsvermogen. Bovendien versterkt de crisis bestaande trends die waarneembaar zijn in het gehele bedrijfsleven. Voor de vermogensbeheerindustrie zijn vooral zaken als digitalisatie van de manier van samenwerken en technologische ontwikkelingen in beleggingsprocessen van toepassing, maar zeker ook een grotere nadruk op verantwoord beleggen en alternatieve investeringen. In een paar maanden tijd werd duidelijk waar de nadruk komt te liggen bij de benodigde vaardigheden voor de toekomst: op een groot aanpassings-

vermogen van de sector en van beleggingsprofessionals. Meer dan ooit is continu leren en je blijven ontwikkelen een noodzaak om relevant te blijven. Het is voor beleggingsprofessionals belangrijk nieuwe vaardigheden op te doen, zowel in de breedte als in de diepte, met betrekking tot een specifiek vakgebied (T-shape skills). In de CFA Industry Leader Survey geeft de helft van de respondenten aan dat T-shaped vaardigheden belangrijker zijn dan alle andere categorieën. Pas daarna volgen leiderschapskwaliteiten, soft skills en technische vaardigheden. Meer specifiek omvatten deze vaardigheden het vermogen om over de disciplines heen te verbinden, technologisch inzicht te verkrijgen, de grotere organisatiecontext te begrijpen, situationeel aanpassingsvermogen te hebben, een waardevol netwerk van contacten op te bouwen, en om diverse perspectieven te begrijpen en te benutten.

De tijd waarin je genoeg had aan kennis die je tijdens een studie had opgedaan, is voorbij. Daarmee wordt ook de trend van 'lifelong learning' door de coronacrisis belangrijker. En dat doet een beroep op het verandervermogen van mensen. CFA Institute en haar lokale verenigingen stellen zich ten doel om hun aanbod hierop af te stemmen. Onderdeel daarvan is een aanbod van korte 'bite-size' studiemodules, die zijn toegespitst op relevante vaardigheden of kennis die van toepassing is op de actualiteit van de wereld en op de ontwikkelingen binnen het vak van beleggen. Daarmee kan een beleggingsprofessional zelf zijn standaarduitrusting steeds aanpassen aan nieuwe omstandigheden. Dat we de flexibiliteit voor aanpassingen in ons hebben, is met de omarming van het mondkapje wel gebleken. «

Verdere diversificatie beleggingen noodzakelijk

DOOR JOOST VAN MIERLO

Institutionele beleggers zoeken naar nieuwe manieren om hun portefeuille tegen beursschommelingen te beschermen. Het verder spreiden van beleggingen is daarbij cruciaal. Dat is de stellige mening van Charles Moussier, verantwoordelijk voor de afdeling Insurance Solutions in Europa van vermogensbeheerder Invesco.

Het diversifiëren van de beleggingsportefeuille is niet nieuw voor verzekeraars, maakt Moussier duidelijk. Met het lage en soms zelfs negatieve rendement van overheidsobligaties is het immers niet langer mogelijk om te vertrouwen op deze in het verleden favoriete beleggingscategorie.

De bescherming die vermogensbeheerders zoeken is kostbaar, weet ook Moussier. 'Maar het is een prijs die steeds meer beheerders bereid zijn te betalen. Wat dat betreft heeft de coronacrisis ervoor gezorgd dat er meer naar onze boodschap wordt geluisterd. Dat was al het geval voor de grotere – en wellicht meer geavanceerde – verzekeraars, maar ook kleinere partijen zien steeds meer het nut van bescherming van de eigen portefeuille.'

Wat is het gevolg van het coronavirus voor uw rol als adviseur?

'De schokgolf op de aandelenbeurzen ligt nog vers in het geheugen. In maart was er sprake van dalingen tot meer dan 30%. Dat heeft grote gevolgen gehad voor institutionele beleggers. Wij hadden hen daarvoor al aangeraden om bescherming in te bouwen tegen een verwachte stijging van de volatiliteit. Maar die bescherming was duur. Veel klanten waren daardoor huiverig. Nu zijn de meeste klanten ervan overtuigd dat het de moeite loont om hun portefeuille te beschermen tegen al te grote schokken.'

Overheden hebben gereageerd met een massale uitgifte van staatsobligaties. Wat betekent dat voor uw klanten?

'We zijn de afgelopen jaren gewend geraakt aan een laag rendement op overheidsobligaties. In talloze regio's is deze

Al met al denken we dat dit het uitgelezen moment is om meer bescherming in de portefeuille in te bouwen. De tijden blijven onzeker.

zelfs negatief geworden. Velen dachten dat het op een gegeven moment op zou houden, maar ik verwacht dat de nieuwe emissies ervoor zullen zorgen dat de lage rente vooralsnog aanhoudt. De vergelijking met Japan ligt voor de hand. Het verschil is dat het overgrote deel van de Japanse overheidsschuld in handen is van Japanse beleggers, vooral bij de centrale bank aldaar. Maar is dat eigenlijk wel een verschil? Steeds meer Europese overheidsschuld wordt opgekocht door de ECB. We praten hier over een situatie die nog makkelijk jaren voort kan duren. Het betekent ook dat de zoektocht naar een hoger rendement alleen maar belangrijker wordt.'

Waar moeten we dan aan denken?

'We raden onze Europese klanten aan om hun portefeuille te diversifiëren. Veel institutionele beleggers, en specifiek verzekeraars, zijn van oudsher gewend in eigen land te beleggen. De afgelopen jaren hebben we tal van klanten weten te overtuigen dat het loont om de blik in ieder geval naar de rest van Europa te verbreden. Dat is ook gebeurd. Nu zeggen we dat zij ook naar de rest van de wereld moeten kijken. Het ligt daarbij voor de hand om voor de Verenigde Staten te kiezen. Dat is wereldwijd de grootste markt voor tal van alternatieve beleggingen. Maar we raden onze klanten ook aan om meer aandacht te besteden aan opkomende markten. Met een bredere portefeuille zijn ze beter bestand tegen mogelijke schokken.'

Hoe kijkt u aan tegen de steunmaatregelen waartoe de EU heeft besloten, inclusief het uitgeven van EU-brede obligaties via het herstellfonds?

'Wij zijn voorstander van deze maatregelen. Het betekent dat de Europese kapitaalmarkt wordt gestimuleerd. Maar het Europese spaaroverschot moet natuurlijk wel worden aangepakt. Daar zit het echte probleem.'

De staatsobligaties van landen als Duitsland en Nederland – en ook die van Frankrijk – zijn al zeer betrouwbaar in de

Het is aantrekkelijk om te investeren in producten rond infrastructuur of vastgoed. En het is steeds meer van belang om daarbij verder te kijken dan alleen het eigen land of Europa.

ogen van beleggers. Dat geldt waarschijnlijk ook voor de nieuwe schuld die de EU gaat uitgeven. Het is een welkome aanvulling op het bestaande programma, maar het gaat er uiteindelijk om dat het geld gebruikt wordt om groei te stimuleren. Gezien de huidige rente is het natuurlijk een goed moment om obligaties uit te geven.'

U had het eerder over alternatieve beleggingen als een vorm van bescherming. Hoe ziet u dat?

'Door in andere markten en producten te investeren, kunnen institutionele beleggers hun portefeuille beschermen tegen schokken op diverse markten. Het is daarom aantrekkelijk om te investeren in producten rond infrastructuur of vastgoed. En het is steeds meer van belang om daarbij verder te kijken dan alleen het eigen land of zelfs Europa. Dat is niet alleen van belang als een soort waarborg tegen economische schokken in de eigen regio, het is ook van belang omdat op deze manier een aantrekkelijker rendement kan worden verkregen. Met de soms negatieve rentes op staatsobligaties blijft deze zoektocht naar rendement natuurlijk cruciaal.'

Hoe kijken toezichthouders hiertegenaan? Veel van de producten die u voorstelt zijn immers veel minder liquide dan de traditionele staatsobligaties.

'Toezichthouders houden natuurlijk een vinger aan de pols, maar het is ook niet zo dat wij onze klanten aanraden om massaal over te stappen naar dit soort nieuwe producten. Het gaat om het verfijnen van de bestaande portefeuille met het oog op bescherming tegen schokken, zoals we die in maart van dit jaar hebben gezien.'

Aan wat voor percentages van de portefeuille denkt u?

'We denken dat het mogelijk is om dit soort alternatieve beleggingen uit te bouwen tot zeker 10% van het totale beheerde vermogen. Het moet gaan om een geleidelijke stijging. We denken dat een stijging met 1% per jaar mogelijk is. Let wel: de grotere verzekeraars in Nederland beleggen op dit moment al tot 35% van de portefeuille in hypotheek. Andere Europese verzekeraars hebben dus nog een lange weg te gaan. Maar ook voor Nederlandse verzekeraars is het aantrekkelijk om de portefeuille te diversifiëren richting andere markten.'

Waarom de Verenigde Staten?

'Het is het land met de meest uitgebreide markt voor dit soort beleggingen. Tal van steden of regio's geven obligaties uit, die vooral gebruikt worden voor investeringen in infrastructuur. Deze zorgen voor stabiele inkomsten. Het is natuurlijk niet zo liquide als een staatsobligatie, maar ze passen uitstekend bij de langetermijnbeleggingen waar verzekeraars behoefte aan hebben. De meeste verzekeraars zijn in staat om tijdelijke schokken op te vangen, maar het blijft uiteindelijk gaan om een redelijk klein deel van de totale portefeuille.'



CV

Charles Moussier is Hoofd van EMEA Insurance Client Solutions bij Invesco sinds 2019. Daarvoor ontwikkelde hij de adviesverlening aan institutionele beleggers voor Natixis CIB. Eerder was hij plaatsvervangend Hoofd van Global Investment Solutions voor de AXA Group, Co-Hoofd van het Insurance & Pension funds solutions team voor Crédit Agricole CIB in Parijs, Head of Investments en ALM voor AXA RE in Parijs, Equity Derivatives Trader Assistant voor BNP Paribas Americas in New York en Securitization Credit Analyst voor IXIS Capital Markets in Parijs. Moussier begon zijn carrière als Wetenschappelijk Coördinator voor Airbus Space in 2001 op de expresmissie van Mars. Hij studeerde Ingenieurswetenschappen, behaalde een diploma Bedrijfskunde en een Master in Verzekeringen en Financiën en kwalificeerde zich als actuaaris.

Begrijpt de toezichthouder dit?

'Bij de introductie van Solvency II was er wat spanning. Dat hebben de Nederlandse verzekeraars ook gemerkt. Er zijn in de loop der jaren veel discussies geweest en de toezichthouder is flexibeler geworden. Het herzien van de bestaande regelgeving is uitgesteld tot het eind van dit jaar. Dat wachten we af. We baseren ons advies overigens niet op het optimaliseren van een portefeuille vanwege de regelgeving. We gebruiken de regelgeving als een manier om onze adviezen te 'navigeren'. We zoeken naar een advies dat we als een goede beleggingsoplossing beschouwen en het gaat daarbij vanzelfsprekend om een advies dat voldoet aan de bestaande regelgeving. Maar al met al denken we dat er meer ruimte ontstaat voor alternatieve beleggingen.'

Is er een gouden formule?

'Nee, het gaat altijd om een individuele afweging van de wensen en behoeften van de cliënt. In het algemeen kun je stellen dat er drie typen klantgroepen zijn. Zo zijn er klanten die vooral behoefte hebben aan bescherming tegen mogelijke tegenvallers. Het probleem daarbij is dat er talloze situaties zijn die voor slechte resultaten kunnen zorgen. Je kunt je niet tegen alles beschermen. Dat is te kostbaar en garandeert een negatief rendement. In overleg met de klanten kijken we welke mogelijke 'slechte' scenario's hen de meeste zorgen baren. Op basis daarvan stellen we dan een portefeuille met diverse hedges samen.'

Maar er zijn ook klanten die zich minder zorgen maken over tegenvallers en juist vol willen profiteren van mogelijke meevallers?

'Dat klopt. Bovendien is er ook een groep die een beetje bescherming wil en toch ook exposure wil hebben richting meevallers. Dat zijn de drie hoofdgroepen. Maar binnen iedere groep gaat het nog altijd om een individuele afweging. Het blijven complexe oplossingen die we bieden. Zelfs institutionele beleggers die vol op aandelen inzetten, doen er goed aan om een deel van hun portefeuille te beschermen met bepaalde optiestrategieën. Het hoeft maar om 5% van de aandelenportefeuille te gaan. Toch kan dat al efficiënt zijn als er rekening wordt gehouden met het kapitaal dat moet worden aangehouden vanwege Solvency II.'

Hoe lang duurt het voordat zo'n nieuwe strategie kan worden geïmplementeerd?

'Dat is het mooie van de oplossingen die wij bieden. Ze kunnen zelfs onder uitdagende marktomstandigheden vrij snel worden geïmplementeerd. Het gaat echt om

We denken dat het mogelijk is om dit soort alternatieve beleggingen uit te bouwen tot zeker 10% van het totale beheerde vermogen.

Ook institutionele beleggers die vol op aandelen inzetten, doen er goed aan om een deel van hun portefeuille te beschermen met bepaalde optiestrategieën.

kortetermijnoplossingen die een gunstige uitwerking hebben op de langere termijn.'

Is dit allemaal te combineren met een verantwoorde ESG-portefeuille?

'Dat is vanzelfsprekend. Bij onze benadering is het ESG-beleid een van de belangrijkste pijlers waarmee de portefeuille wordt opgebouwd. Het is zelfs de belangrijkste, omdat we in het geval van verzekeraars te maken hebben met een institutionele belegger voor wie het rendement op de langere termijn cruciaal is.'

Hoe hebben de diverse portefeuilles de crisis doorstaan?

'Heel goed. Dat geldt zowel voor onze ESG-benadering als voor de hedges die we voor diverse klanten hebben samengesteld. Voordat de Covid-19-crisis uitbrak, hadden we al een aantal grote klanten in Frankrijk die voor onze benadering kozen. Daar zijn ze ook publiekelijk voor uitgekomen. Veel kleinere partijen dachten dat het te kostbaar was, maar als gevolg van de extreme omstandigheden dit jaar denken ze dat niet langer. Al met al denken we dat dit het uitgelezen moment is om meer bescherming in de portefeuille in te bouwen. De tijden blijven onzeker.'«

Hedges ogen duur, maar zijn noodzakelijk om de portefeuille te beschermen;

Recente marktvolatiliteit overtuigt klanten van noodzaak tot bescherming;

Door in andere markten en producten te investeren, kunnen institutionele beleggers hun portefeuille beschermen tegen schokken op diverse markten;

Het is belangrijk om verder te kijken dan de eigen regio. Niet alleen als waarborg tegen economische schokken in die eigen regio, maar ook voor een hoger rendement;

Portefeuilles kunnen zelfs in moeilijke markten snel worden aangepast.



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

COLUMN

Overdracht van bankvorderingen: de Hoge Raad faciliteert en reguleert

Op 10 juli 2020 heeft de Hoge Raad in een tweetal arresten buiten twijfel gesteld dat bancaire vorderingen aan een niet-bank kunnen worden overgedragen en dat de bancaire zorgplicht niet als zodanig op de niet-bank komt te rusten. Voor de niet-bank gelden echter wel bepaalde gedragsnormen.

In de op 10 juli 2020 gewezen Promontoria-arresten heeft de Hoge Raad een normenkader opgesteld voor de overdracht door een bank van bancaire vorderingen aan een niet-bank. Allereerst laat de Hoge Raad zich uit over de vraag of de aard van een bancaire vordering zich verzet tegen overdracht aan een niet-bank. Daarnaast formuleert de Hoge Raad een aantal gezichtspunten met betrekking tot de zorgplicht van de niet-bank. Deze arresten zijn cruciaal voor de structured finance-praktijk. Men denke in dit verband vooral aan securitisations en covered bond-transacties en voorts aan de verkoop van non-performing loans.

Met betrekking tot de overdraagbaarheidsvraag zegt de Hoge Raad klip en klaar dat de aard van een vorderingsrecht van een bank op een cliënt, voortvloeiend uit een overeenkomst van geldlening, zich er niet tegen verzet dat dit vorderingsrecht door een bank aan een niet-bank wordt overgedragen. Echt verrassend is dit niet. Op grond van de wet zijn vorderingsrechten overdraagbaar, tenzij de aard van het recht zich tegen een overdracht verzet. Daarbij moet worden gedacht aan vorderingsrechten met een persoonlijk karakter. Bij een vordering uit een geldleningsovereenkomst is dat persoonlijke element niet aan de orde. De inhoud van de vordering verandert ook niet door een overdracht aan een niet-bank. Dat een niet-bank de uit de overeenkomst voortvloeiende bevoegdheden wellicht op een andere wijze zal uitoefenen dan de bank, brengt niet mee dat het vorderingsrecht niet overdraagbaar zou kunnen zijn.

Met betrekking tot de zorgplichtvraag stelt de Hoge Raad voorop dat de bijzondere zorgplicht die een bank

jegens haar cliënt heeft, door de cessie niet als zodanig op de niet-bank komt te rusten. Dat neemt niet weg dat als de bijzondere zorgplicht van de bank jegens haar cliënt de inhoud van de vordering van de bank beperkt, de vordering slechts met die aldus beperkte inhoud aan de niet-bank kan worden overgedragen. Bovendien staan volgens de Hoge Raad de niet-bank en de cliënt na de overdracht van de vordering in een door de redelijkheid en billijkheid beheerste rechtsverhouding. Wat de redelijkheid en billijkheid in een concreet geval van de niet-bank eisen, hangt af van de omstandigheden. Daarbij is in ieder geval van belang dat de overgedragen vordering afkomstig is van een bank. Van de niet-bank kan dan ook worden gevegd dat zij haar gedrag mede laat bepalen door gerechtvaardigde belangen van de cliënt. Het voorgaande kan meebrengen dat op de niet-bank een eigen zorgplicht rust, die kan inhouden dat zij zich jegens de cliënt moet gedragen als een redelijk handelend bank.

Wat betreft de overdraagbaarheid is de boodschap heel simpel dat overdracht van bancaire vorderingen aan een niet-bank civielrechtelijk tot de mogelijkheden behoort. Wat betreft de zorgplicht ligt het ingewikkelder. Het kan zo zijn dat de niet-bank uit eigen hoofde een zorgplicht heeft, die gelijk is aan de zorgplicht van een redelijk handelende bank. Zo kan een renteverhoging door een verkrijgende niet-bank in strijd zijn met de eigen zorgplicht, als zij in strijd is met de voor de bank geldende zorgplicht, of kan uit de redelijkheid en billijkheid een beperking van een renteverhoging voortvloeien. Voor de praktijk blijft dit een bron van onzekerheid. «

Risks are not off the table at European insurers

BY JORGE GROEN

COVID-19 has been a serious stress test for financial markets, but also for insurers' balance sheets and capital ratios. The risks are not yet off the table, warns Alexander Duckwitz, Insurance Advisory EMEA and 'risklab' at Allianz Global Investors.

The year 2019 turned out better than expected for insurers' investment portfolios. Although interest rates fell, other segments of financial markets did well. But in March 2020, with the Covid-19 crisis, a perfect storm occurred for insurers' investments. Between late 2018 and the first quarter of 2020, Allianz Global Investors considered the model portfolios of non-life and life insurers, which largely consist of sovereign debt and credits. Due to the strong volatility in financial markets in March, they showed a significant

decline in value in the first quarter of 2020. This also ended the positive value development that had started in late 2018.

'Due to the flattening of the yield curve, the value of future obligations increased by 15% to 20% on average compared to late 2018 – especially in life insurers' investment portfolios,' says Alexander Duckwitz, who is responsible for Insurance Advisory EMEA and 'risklab', the department for ALM¹ studies and portfolio studies at Allianz Global Investors.

According to Solvency II rules, a lot of capital should be held for life insurances with long-term guarantees. Combined with the sharp downturn in financial markets, this has significantly impacted Own Fund levels. Duckwitz expects that life insurers with a significant duration gap between assets and liabilities will be hit hardest.

Absorbing short-term market stress

Duckwitz points to the robustness of the Solvency II rules, which have led many European insurers to be rather resilient. 'A positive side effect of Solvency II was that short-term market stress could be absorbed, enabling insurers to keep focusing on the long term. The framework prevented them from having to reduce risks all at once and make unwise decisions at a fairly inconvenient time. The European umbrella organization

of pension fund and insurer supervisors, EIOPA, has also taken measures to mitigate the effects of the crisis. For example, the timetable for the revision of Solvency II 2020 has been rescheduled, probably aiming for the end of this year. IFRS17 has been postponed, too.'

Amidst a falling interest rate late last year and the strong volatility in March due to the coronavirus outbreak, Allianz Global Investors' optimized portfolios for non-life and life insurers maintained a much steadier pace than the market. Sound risk management and dynamic real-time matching of obligations weakened extreme market movements.

Risks are not off the table

For insurers, the landscape looks substantially different than late last year due to Covid-19. Budget deficits and central bank balance sheets will rise, which means that limiting the interest rate risk seems to be the

A positive side effect of Solvency II was that short-term market stress could be absorbed, enabling insurers to keep focusing on the long term.



ALEXANDER DUCKWITZ

Most major insurers have passed the corona stress test, but the risks are still high, and they are not off the table.

wisest decision. For the time being, there is no prospect of a higher interest rate, and whether there will be deflation or inflation strongly depends on the actions central banks will take.

The question is how fragile the recovery of the financial markets will be. Most major insurers have passed the corona stress test, but the risks are still high, and they are not off the table, warns Duckwitz.

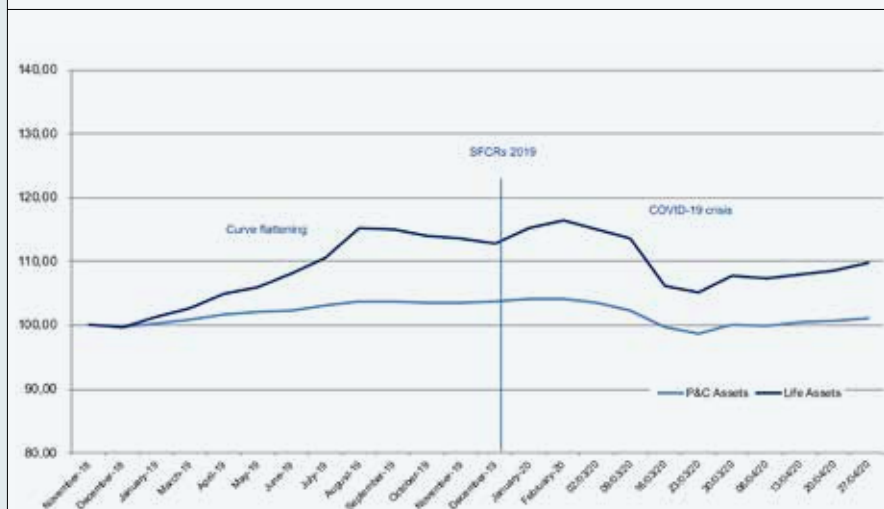
‘The health threat is clear and seems to be under control, especially in Western countries. But the same doesn’t apply to the effects of social distancing and the time it takes for the economy to recover.’

He highlights four risks for financial markets for the coming period. A flattening of the yield curve due to aggressive monetary stimulus. The fact that the interest rate will stay low for the time being puts further pressure on insurers’ balance sheets. Then there’s the risk of write-downs and bankruptcies, whose first effects, he believes, will be seen in the second half of the year.

There is an opportunity in every crisis

There is an opportunity in every crisis, says Duckwitz. The same goes for investing in the new reality. Infrastructure debt, sub-sovereign debt and mortgages have a positive impact on the ALM position, provide additional returns, and decrease interest rate sensitivity. ‘This is also a good time for bank loans. When

Figure 1: Evolution of insurance assets valuation since 2018



Source: AllianzGI Insurance allocation monitor as of end of April 2020, EIOPA RFR curves, simplified methodology for illustrative purpose only

seeking a solution to the crisis, governments consider banks as a critical infrastructure. Nobody wants to deal with a financial crisis on top of the current crisis. In stock markets, there is a lot of disparity, and dividends are under pressure. That is the ‘ideal’ environment for active management.’

Lastly, Duckwitz is quite taken with alternative investments – especially in private markets – to decrease the interest rate sensitivity of investment portfolios and better align cash flows, among other things.

When governments start up their economies after the pandemic, many projects and transactions will likely become available to long-term

Our outlook for alternatives is positive. Insurers can benefit from potentially higher returns and lower volatility.

investors. ‘Our outlook for alternatives is positive. Insurers can benefit from potentially higher returns and lower volatility. But selectivity is the key.’ «

1 ALM: Asset liability management.

Contact

For further information contact
Tim.soetens@allianzgi.com or
Sjoerd.Angenent@allianzgi.com

nl.allianzgi.com/pro

Important information

Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. Investing in fixed income instruments may expose investors to various risks, including but not limited to creditworthiness, interest rate, liquidity and restricted flexibility risks. Changes to the economic environment and market conditions may affect these risks, resulting in an adverse effect to the value of the investment. This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, an investment company with limited liability, incorporated in Germany, with its registered office at Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, registered with the local court Frankfurt/M under HRB 9340, authorised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH has established branches in the United Kingdom, France, Italy, Spain, Luxembourg, Sweden, Belgium and the Netherlands. Contact details and information on the local regulation are available here (www.allianzgi.com/Info). The duplication, publication, or transmission of the contents, irrespective of the form, is not permitted; except for the case of explicit permission by Allianz Global Investors GmbH. AdMaster 1226674

Slimme spreiding bij high yield nu belangrijker dan ooit

DOOR HARRY GEELS

Het toevoegen van verschillende laag gecorreleerde beleggingsstrategieën binnen een homogeen product zoals high yield, kan in het tijdperk van sterk gestegen koersen van groot nut zijn, betoogt Andrew Wilmont, Head of High Yield bij Pictet Asset Management. Goede voorbeelden van deze strategieën zijn distressed debt, momentum, en het accentueren van waarderingen, ratings en ESG-criteria.

Staan de koersen van high yield ondanks de coronacrisis niet alweer erg hoog?

‘Dat klopt. En daarom is het tijd dat high yield-managers zoals ikzelf verder kijken dan wat ze normaal gewend zijn. Fundamentele analyse, oftewel het vaststellen van de kredietwaardigheid van bedrijven, vindt al tientallen jaren met succes plaats. Aan portefeuilleconstructie is echter veel minder aandacht besteed. Met behulp van steeds grotere datasets en tools is het nu veel gemakkelijker geworden portefeuilles slimmer samen te stellen en aandacht te geven aan asymmetrische rendementsmogelijkheden. De coronacrisis is wat dat betreft een goede ‘testcase’ geweest. De markten zijn sinds eind februari erg sentimentgedreven. Er spelen veel gedragsmatige ‘biases’ op. Met aandacht voor bepaalde variabelen is het nu mogelijk om positieve ‘skews’ in de portefeuille aan te leggen. Anders geformuleerd: het is mogelijk om voor hetzelfde risico een hoger rendement te realiseren, of hetzelfde rendement met een lager risico. Wij kunnen aan de klant laten zien wat er in verschillende situaties met hun high yield-portefeuille gebeurt. Afhankelijk van de keuze voor bepaalde strategieën ontrollen zich dan verschillende mogelijkheden. Uiteindelijk kunnen we dan op een systematische manier portefeuilles samenstellen die passen bij de behoeften van de klant op het gebied van risico en rendement.’

Dus we praten over slimme, systematische portefeuilleconstructie?

‘Zo noemen wij dat inderdaad. We doen dit in drie stappen. Eerst gaat het om de vraag of we laag (+/-25%) of minder (+/-75%) gecorreleerde beleggingsstrategieën wel of niet moeten toevoegen, waarmee we eigenlijk zeggen dat diversificatie de enige ‘free lunch’ is die er bestaat. In de eerste stap kun je hierbij denken aan actieve strategieën zoals distressed debt en momentumbeleggen, of juist het contrair positioneren gebaseerd op langetermijnwaarderingen. Waar deze laatste strategie eind 2018 waarschuwde voor een overgewaardeerde markt, signaleerde de momentumstrategie eind februari van dit jaar een scherp dalende markt, hetgeen resulteerde in het verlagen van het risico van de high yield-portefeuilles.

Doordat deze strategieën net even verschillen in techniek, timing en duur, zowel tegenover elkaar als ten opzichte van de high yield asset class, kunnen ze het risico van onze portefeuilles sterk verlagen. Het is daarbij wel belangrijk om het aantal transacties zoveel mogelijk te beperken en als het even kan met derivaten uit te voeren, om zo de kosten van deze overlay-factoren beperkt te houden.

De tweede stap is dan het creëren van diversificatie binnen de kredietportefeuille door de focus op bijvoorbeeld sectoren, regio's en instrumenten. Ook deze groepen hebben een verminderde correlatie met elkaar, maar zijn onderling over het algemeen toch voor ongeveer 75% gecorreleerd. Een tweede verschil met de eerste stap is dat transacties vaak in cashobligaties worden gedaan en dat zodoende transactiekosten een veel grotere rol spelen. Duidelijke handelsregels moeten bepalen of het dan slim is om te handelen.’

Maar in tijden van stress gaan toch alle correlaties weer naar 1?

‘Dat zien we in de praktijk inderdaad bij de producten binnen de kredietportefeuilles, oftewel binnen de eerder genoemde minder gecorreleerde stap. We verwachten dat diversificatie

Figuur 1: Koersrendement US High Yield



daar vooral op de langere termijn helpt in 'normale' marktomstandigheden en niet zozeer in tijden van stress. Wat we zien bij de laag gecorreleerde strategieën, is dat die juist wel een toegevoegde waarde hebben in stresssituaties vergeleken met een pure high yield-strategie, waar je uiteindelijk toch altijd in meer of mindere mate een positieve weging in obligaties hebt. Goede voorbeelden hiervan zijn de top down-strategieën die, afhankelijk van de marktomstandigheden, actief long of short gaan, of onze Distressed Opportunities-strategie van het team van Galia Velimukhametova, dat ook short kan gaan en daardoor geld kan verdienen als markten onderuitgaan. Specifiek in 2020 boekte die strategie een resultaat van zo'n 13%, wat opmerkelijk is in een zwakke markt.

Het idee achter het toevoegen van deze strategieën, die het veelal beter doen in een negatieve markt maar vaak achterblijven in een meer positieve markt, is het aanvullen van het standaardprofiel van een traditionele high yield-portefeuille. Toch interessant gezien het feit dat de bear markets vaak niet meer dan een jaar duren, terwijl opgaande markten juist vele jaren door kunnen blijven gaan. Overigens hangt het van de risico- en rendementsbehoeften van de klant af welke strategieën of factoren er worden gebruikt.'

En de derde stap bij de systematische portefeuille-constructie?

'Die derde stap werkt op het niveau van de obligatieportefeuille, oftewel de originele high yield-portefeuilles zoals die al langer gemanaged worden. Ook daar kan een belegger namelijk de kansen meer in zijn voordeel doen bewegen. Denk bijvoorbeeld aan high yield-indices. Dit zijn in feite schuldgewogen indices, waarvan de weging van bepaalde bedrijven voor- namelijk iets zegt over de hoeveelheid schuld die een bedrijf heeft uitstaan, maar niets over de aantrekkelijkheid van die schulden. Afhankelijk van de tracking error-limiet die onze opdrachtgevers meegeven, zouden we kunnen besluiten om het beginpunt van de portefeuille minder van de index te laten afhangen en veel meer van het risico en het verwachte rendement van de investeringsmogelijkheden.'

Maar is creditselectie dan minder belangrijk geworden?

'Nee, natuurlijk niet. Actieve selectie is en blijft van het grootste belang. Als we kijken naar de langetermijnrendementen van obligaties, zowel investment grade als high yield, dan worden die volledig bepaald door inkomen; de koersontwikkelingen zijn voornamelijk negatief. Voor passieve beleggers is het inkomensdeel van het langetermijnrendement voor bijvoorbeeld Amerikaans high yield 8%, maar het totale rendement is 6,5% per jaar. Het verschil is toe te schrijven aan het negatieve effect van faillissementen. Als die kunnen worden voorkomen, komt die 8% eerder in zicht. We krijgen nu met steeds betere data en analyses steeds diepere inzichten in welk percentage van onze portefeuilles de grote sprongen

veroorzaakt, zowel aan de positieve als aan de negatieve kant. Een focus op deze bedrijven, die ongeveer 12% van de high yield-markt uitmaken, betekent ook dat we minder hoeven te handelen in de rest van de portefeuille, wat toch een aanzienlijke besparing in handelskosten oplevert.'

Valt er nog iets te vertellen over de kredietratings?

'Er zit een opvallende asymmetrie tussen het risico en het rendement van de ratings van de bekende ratingbureaus. Over het algemeen wordt er in high yield een positief resultaat behaald. Maar als je bijvoorbeeld kijkt naar de echt laag gewaardeerde bedrijven, is er ondanks een hoge verwachte yield gemiddeld toch sprake van een negatief rendement. En dat tegen een significant hogere volatiliteit.'

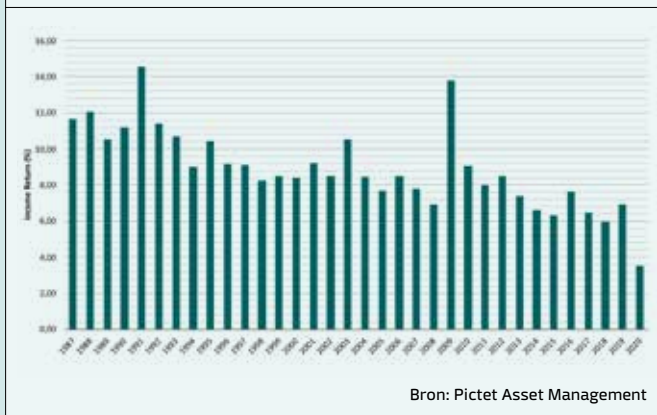
Foto: Archief Pictet Asset Management



CV

Andrew Wilmont kwam in juli 2018 bij Pictet Asset Management en is Hoofd van High Yield in het Developed Credit Markets team. Voordat hij bij Pictet kwam, werkte hij vier jaar bij Neuberger Berman als Managing Director voor European High Yield. Tussen 2005 en 2012 stond Wilmont aan het hoofd van het European/Global High Yield-team bij AXA Investment Managers. Hij begon zijn carrière in high yield als Corporate Analyst bij de Saudi International Bank in Londen in 1997. Wilmont heeft een MSc in Business en een LL.M in Corporate Law van de Vrije Universiteit, Amsterdam. Hij is CFA-Charterhouder.

Figuur 2: Income return US High Yield



Meer rendement voor meer risico werkt daar dus blijkbaar niet. In plaats van vermeende pareltjes proberen te vinden in dit segment, geven wij onze klanten de overweging dit segment 'uit te zetten' en bijvoorbeeld te alloceren naar onze Distressed Opportunities-strategie, dat zowel long als short kan gaan en dus wel een gemiddeld positief rendement kan behalen in dit segment. Bij BB of BB+ zien we overigens het tegenovergestelde. Daar krijgen beleggers eigenlijk een significant hoger rendement vergeleken met het risico dat ze nemen. Mijn theorie is dat dergelijke obligaties interessant zijn, omdat ze in goede tijden vaak een upgrade krijgen naar investment grade, met de bijbehorende koerssprong, terwijl ze in bear markets meer defensief zijn en daardoor minder volatiliteit laten zien.'

Kunt u iets zeggen over de relatieve value-strategie?

'Men zegt dat financiële markten efficiënt zijn. Daar geloven wij op de lange termijn wel in, maar niet op de korte termijn. Er bestaan wel degelijk relatieve waarderingsverschillen tussen obligaties met verschillende ratings. Ook kunnen er verschillende vraag- en aanbodverhoudingen ontstaan voor vergelijkbare instrumenten, bijvoorbeeld omdat bepaalde regio's of sectoren meer of minder populair worden. Zowel op de korte als op de lange termijn ontstaan er daardoor arbitragemogelijkheden, bijvoorbeeld tussen euro's en dollars, cash bonds en kredietderivaten, of met nieuwe 'issues', het obligatie-equivalent van IPO's. Net als aandelen neigen ook nieuwe obligaties met een discount naar de markt te gaan. Beleggers moet een reden worden gegeven om ze te kopen. Een strategie van nieuwe issues is vanzelfsprekend ook nog eens totaal ongecorrleerd met het 'normale' rendement op credits.'

Moet ESG nog onderdeel van de analyse zijn?

'Over ESG wordt momenteel gesproken als ware het een apart onderdeel van de bedrijfsanalyse. Maar in feite zijn de grote ESG-risicofactoren altijd al onderdeel geweest van de analyse van bedrijfsobligaties, zij het misschien op een minder gestructureerde manier. Zoals gezegd gaat het bij high yield

om het vermijden van de grote risico's die tot defaults kunnen leiden en daarmee om het waarborgen van de coupons. Kredietanalisten concentreren zich daarom niet alleen op bedrijfsresultaten die de normale gang van zaken beschrijven, maar kijken ook naar de kwaliteit van die resultaten. Die is namelijk een prima indicator van meer dan gemiddelde negatieve uitschieters. Daarbij kun je denken aan vergrote milieu-, politieke, technologische of juridische risico's. Het voordeel van het gebruiken van verschillende onafhankelijke ESG-providers is aan de ene kant dat we deze zelf kunnen optimaliseren, gebruikmakend van de sterke kanten van de verschillende providers, maar ook dat we makkelijk aan klantenwensen kunnen voldoen voor het gebruik van de een of andere provider.'

Wat betekent dit alles nu voor beleggers die bepaalde rating- of duration-bependingen hebben voor hun portefeuille?

'Specifiek voor verzekeringsmandaten, waarin een gemiddelde Amerikaanse high yield-portefeuille een B+-rating met 3,8-jaar duration heeft, oftewel een kapitaalweging van ongeveer 30%, kan men bijvoorbeeld, gebruikmakend van eerdergenoemde asymmetrische wegingen, kiezen voor een BB-gewogen portefeuille, waardoor de kapitaalweging uitkomt op 18%. Dat is een interessante reductie, terwijl het verwachte rendement over een cyclus nagenoeg hetzelfde blijft. Daarnaast zou er ook gekozen kunnen worden voor minder risico en het verminderen van de duration naar twee jaar, zoals bij ons short maturity-fonds, wat de Sharpe-ratio van de portefeuille flink verhoogt met ongeveer tweederde van het rendement in de markt, tegenover eenderde van de volatiliteit en een kapitaalgebruik van slechts 9%. Dezelfde overwegingen zijn ook te maken met investment grade-portefeuilles.' «

Met behulp van steeds grotere datasets en tools is het veel gemakkelijker geworden portefeuilles slimmer samen te stellen en aandacht te geven aan asymmetrische rendementsmogelijkheden;

Diversificatie is de enige 'free lunch' die er bestaat;

Het is belangrijk om het aantal transacties zoveel mogelijk te beperken en als het even kan met derivaten uit te voeren, om zo de kosten van overlay-factoren beperkt te houden;

Er bestaan relatieve waarderingsverschillen tussen obligaties met verschillende ratings;

Laag gecorreleerde strategieën hebben een toegevoegde waarde in stresssituaties.



COLUMN

DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

Shithole country Amerika?

Heeft Trump zijn land zo verpest dat de financiële markten in november een overwinningssucces door de Democraten voor de verandering met open armen verwelkomen?

Volgens de meeste peilingen en goksites neemt de Democratische presidentskandidaat Joe Biden in januari zijn intrek in het Witte Huis. Wat betreft het Congres zijn de zaken minder duidelijk. Het Huis van Afgevaardigden blijft hoogstwaarschijnlijk in handen van de Democraten, maar voor de Senaat wordt het spannend. Deze is nu voor de Republikeinen, maar het wordt waarschijnlijk een dubbeltje op z'n kant wie het er vanaf januari voor het zeggen krijgt.

We lijken dus af te stevenen op een Blue Sweep, of alleen het Witte Huis wisselt van kleur. Die twee meest waarschijnlijke scenario's zorgen hoe dan ook voor een aantal veranderingen, waaronder hogere winstbelastingen en een hardere aanpak van grote techbedrijven. Doorgaans zijn markten minder blij met Democratische controle in Washington dan met Republikeinse (overigens lijken ze vaak een voorkeur te hebben voor een verdeeld Washington). Dat kan deze keer anders zijn. Onder Trump is Amerika tekenen gaan vertonen van een failed of een fragile state. Deze term is eigenlijk altijd voorbehouden geweest aan niet-Westerse landen, maar indicatoren voor een failed state gaan steeds meer op voor Amerika:

- **Verlies van controle over het eigen territorium of verlies van het monopolie op het legitieme gebruik van geweld binnen de grenzen van de eigen staat.** Met het optreden van veiligheidstroepen tijdens de Black Lives Matter-protesten is van het tweede in elk geval deels sprake. Trump probeert de legitimering van gebruik van geweld op basis van de wet te verplaatsen naar legitimering op basis van charisma en de wil van een enkel persoon.
- **Het afkalven van de legitimiteit van collectieve besluitvorming.** Het vertrouwen van Amerikanen dat iedere stem telt en dat Washington besluiten neemt voor het collectieve belang, staat al heel lang onder druk.

- **Het onvermogen om publieke diensten te leveren.** De coronacrisis heeft dit al langer spelende punt wel heel erg pijnlijk onder het vergrootglas gelegd.
- **Het onvermogen om als volwaardig lid mee te draaien in de internationale gemeenschap en samen te werken met andere leden.** Onder de regering Trump zijn talloze internationale verdragen bij het grof vuil of op de tocht gezet. Banden met bondgenoten zijn verzuurd, terwijl de spanningen met opposenten verder opgelopen zijn.

Uiteraard is Amerika nog lang niet te vergelijken met de landen die Trump zelf ooit aanduidde als shithole countries, maar bovenstaande opsomming geeft wel te denken. Daarom vermoed ik dat deze keer aandelenmarkten een Democratisch presidentschap zullen verwelkomen. Zeker als de Senaat het domein van de Grand Old Party blijft, waardoor tegenwicht ontstaat tegen te linkse Democratische tendensen.

Hedges tegen politieke en economische onzekerheid – zoals goud – maken dan misschien eerst even pas op de plaats, totdat duidelijk wordt dat niet alleen Amerika, maar ook veel andere grote economieën als enige uitweg uit de economische crisis (en enorme schuldenbergen) het creëren van veel meer inflatie zien.

Bij dit alles is er een mogelijke verrassende uitkomst: als Trump een nederlaag niet accepteert, maanden van politieke onzekerheid veroorzaakt en de Amerikaanse reputatie nog meer aantast, zullen de dollar en Amerikaanse aandelen flink terrein prijsgeven. Goud kan dan juist veel winst pakken. Sowieso zien de economen binnen onze organisatie het voor de goudprijs zonnig in voor de komende jaren. «

Infrastructuur in opkomende markten – waarde en impact ontsluitieren

DOOR JOOST VAN MIERLO

Er bestaan veel misvattingen over de risico's van investeringen in infrastructuur in ontwikkelingslanden. De structurering van de beleggingen en de regelgeving verbeteren snel, wat het aantrekkelijk maakt om in duurzame infrastructuurprojecten te investeren. Hiervoor is een gedegen kennis van lokale omstandigheden echter noodzakelijk. Die kennis maakt het mogelijk de juiste projecten te traceren. Dat betoogt Gianfranco Saladino, Head of Assets Investments, BlueOrchard (onderdeel van de Schroders Group).

Saladino klinkt stellig. Hij is de fondsbeheerder van het Sustainable Assets Fund van BlueOrchard, een van de leidende beheerders van zogenoemde Impact fondsen. De Britse vermogensbeheerder Schroders kocht vorig jaar een meerderheidsbelang in BlueOrchard. Dit najaar wordt een nieuw infrastructuurfonds gelanceerd.

Beleggingen in infrastructuur zijn cruciaal voor een verdere ontwikkeling van ontwikkelingslanden en opkomende markten. Volgens berekeningen van de Verenigde Naties is er de komende jaren behoefte aan een jaarlijkse investeringsstroom van 3.900 miljard dollar. Ongeveer een derde daarvan wordt al uitgegeven. Het resterende bedrag bestaat voor het leeuwendeel uit broodnodige investeringen in infrastructuur.

De behoefte aan infrastructurele investeringen in opkomende markten is dus groot. Het gaat er volgens Saladino om een balans te vinden tussen investeringen die rekening houden met risico en rendement en investeringen die tevens een grote 'impact' hebben als het gaat om veranderingen voor het milieu en de sociale structuur. Saladino: 'Het vinden van die balans zit in het DNA van BlueOrchard. Projecten met een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding zijn dun gezaaid.

De crisis maakt duidelijk dat het noodzakelijk is om te investeren in oplossingen die een bijdrage leveren aan de belangrijkste problemen waar we mee geconfronteerd worden. Dan gaat het onder andere om het veranderende klimaat.

Bij BlueOrchard hebben we twintig jaar ervaring. Ons netwerk en onze lokale aanwezigheid zorgen ervoor dat we een ongeëvenaarde toegang hebben tot deze landen. Het is onze doelstelling om het aantal impactinvesteringen in infrastructuurprojecten in opkomende markten te verhogen en commercieel aantrekkelijker te maken.'

Beleggingen in opkomende markten worden als lucratief gezien. Ze bieden immers een aantrekkelijk rendement. Is dat niet om de risico's af te dekken die aan dit soort investeringen zijn verbonden?

'We denken al met al dat er sprake is van een misvatting over de risico's van dit soort investeringen. Naast de risico's bij de constructie en de operationele gang van zaken worden er veelal drie additionele risico's gezien voor investeringen in opkomende markten: politieke risico's, risico's rond regelgeving, en de onzekerheid rond wisselkoersen. Dat laatste risico is het makkelijkst te weerleggen. Het grootste deel van de investeringen is in Amerikaanse dollars, aangezien ook de opbrengsten van deze projecten in Amerikaanse dollars zijn. En als dat niet het geval is, dan worden de investeringen gehedged tegenover de dollar.

Wat betreft de politieke risico's zorgt onze aanwezigheid in de regio ervoor dat we een gedegen kennis hebben van de politieke situatie in de diverse landen. We hebben kantoren in de regio's waar we investeren en houden zo een vinger aan de pols. We herzien onze inzichten in de politieke situatie met grote regelmaat. Het is tenslotte cruciaal om de agenda van regeringen met betrekking tot de regelgeving in diverse sectoren nauw te volgen. Een deel van onze investeringen vindt plaats in een zwaar gereguleerde omgeving. Het gaat om langdurige projecten met afnemers die zowel uit overheidsbedrijven als uit semi-overheidsbedrijven bestaan. Maar we investeren ook in projecten met commerciële partners die niet of nauwelijks door regelgeving worden beïnvloed.

We hebben de afgelopen jaren een aanzienlijke verbetering gezien als het gaat om de noodzakelijke regelgeving. Regeringen in opkomende markten beseffen hoe belangrijk het is om voor degelijke regelgeving te zorgen. Dat is noodzakelijk om private investeringen aan te trekken die nodig zijn om de infrastructuurprojecten te financieren.'

De behoefte aan investeringen is enorm. Hoe kiest u de projecten die aan uw criteria voldoen?

'We hanteren een top down-benadering. De impactbenadering is cruciaal bij het selecteren van onze projecten. We willen een actieve bijdrage leveren aan het verbeteren van de SDGs. We stellen onszelf meetbare doelen om ervoor te zorgen dat we over de voortgang van de projecten kunnen rapporteren. We verwachten ongeveer de helft van onze investeringen in Azië te investeren. De rest van de portefeuille wordt grofweg verdeeld tussen Afrika en Latijns-Amerika.'

Waarom is er een voorkeur voor Azië? Heeft dat te maken met het feit dat daar de meeste mensen wonen?

'De grote bevolkingsomvang van landen in Zuid- en Zuidoost-Azië is inderdaad een belangrijke reden om te investeren in infrastructuur in deze regio. Het is mogelijk om deze projecten duurzaam te maken en daardoor de gevolgen voor klimaatverandering te verminderen. Er zijn tal van dit soort projecten voorhanden, met een aantrekkelijk rendement gezien het risico dat wordt genomen.

Maar we kijken ook naar sectoren. Deze zijn bij voorkeur gelinkt aan diverse SDGs. We kiezen voor vier belangrijke sectoren: duurzame energie, energie-infrastructuur, duurzaam transport en data-infrastructuur. De investeringen in deze sectoren gaan hand in hand met twee wereldwijde megatrends: die van de energietransitie en die van digitalisering. De belangrijkste sector is duurzame energie. Daarin zijn de meest aantrekkelijke projecten te vinden. Duurzame energie is niet alleen noodzakelijk om de klimaatverandering het hoofd te bieden, maar betekent ook in toenemende mate een goedkopere manier om elektriciteit op te wekken dan bij het gebruik van fossiele brandstoffen het geval is. Maar we willen ook een bijdrage leveren aan het tegengaan van de klimaatverandering door te investeren in onderbedeelde sectoren, zoals de energie-infrastructuur en duurzaam transport.'

De wereld is de afgelopen maanden opgeschud door het coronavirus. Ook opkomende landen zijn hard geraakt. Wat betekent dat voor deze projecten?

'Sommige landen waar we investeren, zijn extreem hard geraakt. Daar komt nog bij dat sommige westerse landen hebben besloten hun budget aan ontwikkelingshulp te verlagen. Dit maakt de urgentie van investeringen in de projecten waar wij naar kijken, feitelijk alleen maar groter.'

Waarom?

'We hebben gezien hoe cruciaal bijvoorbeeld een goede data-infrastructuur is voor het traceren van het virus en het bestrijden ervan. We hebben ook gezien hoe cruciaal het is om over te schakelen naar een digitale economie waar sprake is van minder onderling contact. De ontwikkeling van mobiele technologie was natuurlijk al cruciaal in veel opkomende markten, maar het belang ervan is de afgelopen maanden nog eens benadrukt.

De Covid-19-crisis heeft nog eens benadrukt hoe kwetsbaar moderne samenlevingen zijn. De crisis maakt duidelijk dat het noodzakelijk is om te investeren in oplossingen die een bijdrage leveren aan de belangrijkste problemen waar we mee geconfronteerd worden. Dan gaat het onder andere om het veranderende klimaat.

Het wordt steeds duidelijker dat noodzakelijke investeringen in infrastructuur een duurzaam karakter moeten hebben. Gezien de fragiele staat van de overheidsuitgaven zullen

Foto: Archief BlueOrchard



CV

Gianfranco Saladino is Head of Sustainable Infrastructure Investments bij BlueOrchard, onderdeel van de Schroders Group. Voordat hij bij BlueOrchard in dienst trad, werkte hij voor Partners Group, waar hij als Investment Manager deel uitmaakte van het European Private Infrastructure team in Londen en Zug. Zijn transactie-ervaring behelst onder meer hernieuwbare energie, nutsbedrijven, transport en sociale infrastructuur.

private investeringen een steeds belangrijkere rol gaan vervullen. Overheden in opkomende landen moeten nu meer dan ooit geld aantrekken van internationale private partijen. Alleen op die manier is het mogelijk de infrastructuurprojecten die een land nodig heeft, te financieren en ervoor te zorgen dat deze een duurzaam karakter hebben.'

Voor wat voor soort beleggers is dit interessant?

'We richten ons op drie soorten beleggers. Aan de ene kant zijn er de institutionele beleggers, zoals verzekeraars, pensioenfondsen en family offices. Ten tweede richten we ons op impactbeleggers en de derde groep bestaat uit diverse verstrekkers van ontwikkelingshulp.'

Die kiezen stuk voor stuk al voor meer 'alternatieve' beleggingen in infrastructuur. Waarom is uw fonds dan in het bijzonder aantrekkelijk?

'De doelstelling van ons fonds is om te investeren in een goed gediversifieerde portfolio van investeringen in infrastructuurprojecten in opkomende markten. Daarbij kiezen we voor die regio's en die sectoren die de beste relatieve waarde vertegenwoordigen.'

De investeringen in Infra Debt in opkomende landen leiden tot een vorm van diversifiëring in de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers. Dit betekent ook dat deze beleggers kunnen profiteren van het extra rendement dat kan worden gecreëerd ten opzichte van investeringen in infrastructuurprojecten in westerse landen.

We merken ook dat beleggers een toenemend belang hechten aan impactbeleggingen. Ons fonds biedt de unieke combinatie van beleggingen in commerciële infrastructuurprojecten in opkomende markten en het feit dat het om impactbeleggingen gaat.'

Rendement is vrij eenvoudig te meten. Hoe meet u de impact op gewenste sociale of economische ontwikkelingen?

'We hechten een groot belang aan het definiëren, meten en vervolgens rapporteren van de cruciale graadmeters bij de diverse projecten waarin we investeren. Vervolgens kijken we hoe deze graadmeters zich verhouden tot diverse SDGs. Als het om beleggingen in duurzame energie gaat, kijken we bijvoorbeeld hoeveel megawatt per uur er wordt geproduceerd. Daarnaast berekenen we de CO₂-uitstoot die wordt bespaard als gevolg van de investeringen. Bij ieder project is sprake van dit soort meetbare criteria.'

Het aantal impactbeleggingen is de afgelopen jaren aanzienlijk gestegen. Bestaat er geen gevaar dat er steeds meer geld vloeit naar minder rendabele projecten?

'De behoefte aan investeringen als gevolg van de SDGs blijft

aanzienlijk in opkomende markten. Het wordt vooral bepaald door de veelal nog afwezige noodzakelijke infrastructuur. We zien op dit moment geen enkele druk op het rendement. Het ziet er ook niet naar uit dat dit in de nabije toekomst zal veranderen. De behoefte aan investeringen in nieuwe infrastructuur is vooralsnog veel groter dan de daadwerkelijke investeringen die plaatsvinden.'

Wat ziet u als de belangrijkste uitdaging de komende maanden?

'De Covid-19-pandemie heeft nog eens duidelijk gemaakt hoe belangrijk het is om investeringen in infrastructuurprojecten te koppelen aan de belangrijke trends op het gebied van groene economie en de digitalisering van de samenleving. We moeten beleggers ervan overtuigen dat deze projecten aantrekkelijke mogelijkheden bieden in opkomende landen. Daarbij hebben we het zowel over een aantrekkelijk rendement als over positieve gevolgen voor het milieu en de sociale omstandigheden in die landen.'

Bij BlueOrchard beschikken we over een wereldwijd platform met een uitzonderlijke ervaring om de risico's van investeringen in opkomende markten in te schatten. Die ervaring combineren we met uitgebreide kennis van de lokale omstandigheden. Op die manier is het mogelijk om projecten te financieren die aantrekkelijke risico-gecorrigeerde kansen bieden én die zorgen voor een positieve impact in de bewuste landen.' «

Meer informatie

Wim Nagler - Director Belgium & Luxembourg
E: wim.nagler@schroders.com

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

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

T: +31 (0)20 3052 840

Behoeft aan investeringen in infrastructuur in opkomende landen blijft groot;

Rendement van infrastructuurprojecten staat voorlopig niet onder druk;

Covid-19-pandemie maakt belang van investeringen in infrastructuur extra duidelijk.



MEJU VELJI-DJASIDIN

VAN BANK MENDES GANS
NAAR DWS



Foto: Archief Meju Velji-Djasidin

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

'Het werk bevalt mij uitstekend. Ik ben overgestapt toen Nederland nog geheel in lockdown zat en iedereen vanuit huis werkte. Hierdoor was het onboardingsproces natuurlijk anders dan anders, maar ik voelde me meteen welkom. Ik draai al volop mee als Institutional Service Manager voor het DWS Benelux-team. Het is een dynamische functie in een internationaal actief bedrijf waar ESG, collegialiteit, enthousiasme en professionaliteit hoog in het vaandel staan. Dat past bij mij.'

U begon uw carrière bij Insinger de Beaufort Asset Management. Wat was uw functie daar?

'Bij Insinger de Beaufort heb ik de basis gelegd voor mijn carrière in een sales supportfunctie. Ook toen al werkte ik daarnaast voor Alternatives4Children, een stichting die fundraising-evenementen voor goede doelen organiseert binnen de beleggingssector.'

U heeft ook gewerkt bij Bank Mendes Gans. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

'Bij Bank Mendes Gans werkte ik acht jaar als Accountmanager voor internationale corporates. Daar heb ik mijn kennis en ervaring op het gebied van client servicing naar een hoger plan getild. Ik was verantwoordelijk voor de klantrelatie, deep-selling en cross-selling.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met DWS?

'Toen ik de vacaturetekst las, wist ik direct dat ik een zeer geschikte kandidaat voor de functie zou zijn. De klik was er vrijwel meteen. Mijn ambities liggen binnen de vermogens-beheersector en DWS is natuurlijk een internationale speler van formaat met een zeer solide reputatie. In het verregaande ESG-beleid van DWS vond ik ook het element van maatschappelijke relevantie waarnaar ik op zoek was.'

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

'Ik ben in 2007 bij Insinger de Beaufort begonnen. Een jaar later werd de wereld geconfronteerd met de financiële crisis en al snel werd duidelijk hoe cruciaal goede communicatie en klantrelaties zijn voor een bedrijf. De ervaring die ik bij Bank Mendes Gans opdeed op het gebied van service en portefeuille-uitbreiding, neem ik ook mee naar de professionele markt die DWS bedient.'

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

'Eerlijk gezegd niet. Ik was er klaar voor. Mijn collega's betrekken me overal bij en zo werd mijn honger om alles te willen weten en volop mee te draaien, meteen gestild.'

Wat verwacht u bij het Team Benelux van DWS te realiseren?

'Ons bedrijf groeit hard. Daar profiteert niet alleen DWS van, maar daar plukken ook onze klanten de vruchten van. Met de kennis en ervaring binnen ons team helpen we onze klanten oplossingen te vinden voor de uitdagingen waar ze mee te maken krijgen. Bij groei is het van essentieel belang dat het hoge serviceniveau dat onze klanten van ons gewend zijn, wordt behouden. Daar wil ik me graag voor inzetten.'

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

'Ik vind het belangrijk om maatschappelijk betrokken bezig te zijn, zowel in mijn privéleven als in mijn werk. Ook lever ik graag een bijdrage aan een schonere planeet. DWS doet dat met mooie ESG-producten en -diensten en een zeer actief engagement-beleid. Het maatschappelijke vind ik onder andere terug in de SDGs die DWS heeft omarmd, waaronder het bevorderen van aanhoudende, inclusieve en duurzame economische groei, waardig werk voor iedereen en het bestrijden van ongelijkheid in de wereld. Ik ben er trots op om deel uit te mogen maken van het DWS-team.'

» **JASPER STREEFLAND**

is aangesteld als Client Director Benelux bij LGIM. Hij komt over van SEI Investments en werkte eerder bij NN IP, ING IM, Aegon AM en Robeco.

» **JOERI OVERMARS**

is benoemd tot Head of Global Trade Solutions bij BNP Paribas. Hiervoor werkte hij bij HSBC Nederland.

» **BART AAN DEN TOORN**

is benoemd tot Head of Own Account Investments bij ACTIAM. Hij komt over van VIVAT en werkte eerder voor ING IM en Interpolis Pensions AM en ACTIAM.

» **MELINDA ROOK EN JEROEN BOS**

zijn benoemd tot respectievelijk Voorzitter en Vice-Voorzitter van CFA Society VBA Netherlands. Rook is werkzaam als Senior Asset Manager bij KPMG. Bos werkt bij NN Investment Partners.

» **ROELIE VAN WIJK-RUSSCHEN**

is benoemd tot lid van de Raad van Commissarissen van Altera Vastgoed. Ze was eerder bestuurder bij onder meer Aegon AM, TKP Investments en SNS Asset Management. Ze is lid van de beleggingscommissie van Pensioenfonds PMT.

» **RUSS MORRISON**

is benoemd tot Global Chief Investment Officer voor het Fixed Income investment platform van Aegon AM. Eerder werkte hij bij Barings (voorheen Babson Capital), First Union Bank, Ernst & Young Management Consultants en North Carolina National Bank.

» **ROSL VELTMEIJER**

is benoemd als Portfolio Manager Fixed Income bij Triodos IM. Ze werkt al sinds 2001 voor het bedrijf en was daarvoor werkzaam bij Atradius.

» **STEPHEN DOUGHERTY**

is benoemd tot Global Head of Product bij Aegon Asset Management. Dougherty komt over van Voya Investment Management, waar hij sinds 2007 werkzaam was. Daarvoor werkte hij bij JP Morgan, OnExchange, Société Générale, Citibank en Bank of America.

» **MIRANDA BEACHAM, RETNO**

KUSUMANINGTYAS EN GEORGINA LAIRD hebben zich bij het Responsible Investment Team van Aegon AM gevoegd. Beacham is benoemd tot Senior Responsible Investment Manager, Kusumaningtyas is aangesteld als Senior Responsible Investment Associate en Laird gaat aan de slag als Sustainable Investment Analyst.

» **CHARLOTTE KUIPER**

is aangetreden als Bestuurder bij Pensioenfonds Woningcorporaties. Ze is tevens werkzaam voor Stichting Pensioenfonds voor Huisartsen en de Pensioenfederatie. Eerder werkte ze bij de AFM en het Ministerie van SCW.

» **HANNEKE SMITS**

is aangesteld als CEO van BNY Mellon IM. Ze komt over van Newton IM en werkte eerder voor Adams Street Partners. Ze is tevens Bestuurslid van The Investment Association.

» **MARK VAN WEEZENBEEK EN BOB FOLMER**

komen het Amsterdamse team van State Street versterken. Van Weezenbeek is aangesteld als Country Manager en Hoofd van State Street Global Services in Nederland. Folmer is benoemd tot Hoofd van Asset Owner Sales voor Nederland.

» **BART HARMSEN**

treedt in dienst bij Shell Asset Management Company als Head of Risk & Performance. Hij komt over van ACTIAM en werkte eerder bij Bank Oyens & Van Eeghen en BinckBank.

» **PAUL KRAMER**

is gepromoveerd tot Directeur Eigenaar bij Index Capital Vermogensbeheer. Eerder was hij daar Partner. Daarvoor werkte hij als Private Banker bij ABN AMRO Bank, ABN AMRO MeesPierson en ING Private Banking.

» **JESSE DE KLERK**

is aangetreden als Partner bij Stafford Capital Partners. Hij komt over van Robeco. De Klerk heeft ook zitting in het Committee Alternative Investments van VBA beleggingsprofessionals.

» **KRISTINA STONJEKOVÁ**

gaat aan de slag als ESG Officer bij Shell Asset Management Company. Ze komt over van MN en werkte eerder bij Robeco.

» **BOB HENDRIKS**

is benoemd tot Chief Commercial Officer bij ABN AMRO Investment Solutions. Hij komt over van BlackRock. Hendriks werkte tussen 2005 en 2008 ook al voor ABN AMRO.

» **WILLEM JAN RUITER**

gaat aan de slag als Supervisor Asset Management bij AFM. Hij komt over van NN IP, waar hij sinds 2007 werkzaam was. Daarvoor werkte hij bij onder meer Robeco AM, Schretlen & Co en Rabobank.

» **HANS STEGEMAN**

is benoemd als Chief Investment Strategist bij Triodos IM. Eerder was hij daar werkzaam als Head of Investments Analysis & Economics. Daarvoor werkte hij bij Rabobank en het CPB.

» **ROB GOUTMAN**

is aangesteld als Chief Financial and Risk Officer bij Wealth Management Partners. Hij komt over van Robeco en werkte eerder voor Ernst & Young.

» **SANDRA BERTRAM**

is toegetreden tot het bestuur van Stichting Pensioenfonds Croda. Bertram werkte eerder bij Delta Lloyd, Deloitte en Towers Watson. Ze is Pensioenjurist bij Stichting Pensioenfonds De Fracties.

» **ANNE COUPE (FOTO)**

is benoemd tot Global Head of Consultant Relations & Global Financial Institutions bij Aegon AM. Ze komt over van BMO GAM en werkte eerder voor UBS AM, Deutsche AM, Mercer en Callan Associates.



Foto: Archief Aegon Asset Management

Anne Coupe

Live Uitzending voor pensioenfondsen over 'Klimaatverandering, Klimaatrisico en Energietransitie'

26 oktober 2020 van 12:00 tot 17:00 uur
Planetarium Meeting Center, Amsterdam

Moet je als pensioenfonds een beleggingsbeleid voor klimaatverandering ontwikkelen? Hoe integreer je klimaatgerelateerde risico's in de governance, het risicomanagement en je rapportages? Op welke wijze ontwikkel je kennis over duurzaamheidsrisico's? Hoe ga je om met fysieke risico's van klimaatverandering in de beleggingsportefeuille?

Op **maandagmiddag 26 oktober van 12.00 tot 17.00 uur** zullen diverse experts op deze vragen ingaan tijdens de **Live Uitzending** over **Klimaatverandering, Klimaatrisico en Energietransitie** in het Planetarium in Amsterdam. De Live Uitzending wordt gepresenteerd door **Jeroen van der Put**, Bestuurder, adviseur van verschillende pensioenfondsen en Voorzitter van de Commissie Risicomanagement bij de Pensioenfederatie.

Tijdens de uitzending zal tevens bekend gemaakt worden welk Nederlands pensioenfonds het beste scoort op het gebied van verantwoord beleggingsbeleid, volgens onderzoek van de VBDO. VBDO Directeur Angélique Laskewitz zal ingaan op belangrijke ontwikkelingen en conclusies uit de **Benchmark Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen 2020** en de winnaar op feestelijke wijze bekendmaken.

Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus. Meerdere bestuursleden van een fonds zijn welkom. De Live Uitzending is digitaal te volgen óf op locatie in het Planetarium in Amsterdam bij te wonen (beperkt aantal toegangsplaatsen).

Voor het programma en registratie, ga naar www.financialinvestigator.nl/seminar-26-oktober/

In samenwerking met:



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT



NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS



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



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