

FINANCIAL INVESTIGATOR



METEN VAN IMPACT OP DE UN SDGS

MATHILDE DUFOUR, MIROVA

Vergrijzing fantastische uitdaging
Interview met Prof. Robert C. Merton

Ronde Tafel
From Active to Passive to Factor Investing

Ronde Tafel
External Manager Selection

Het laatste grote nieuws in aandelen

MICRO E-MINI FUTURES

Nasdaq-100

DJIA

Russell 2000

S&P 500

Een micro-formaat voor maximale kansen. Micro E-mini futures passen naadloos in ons huidig productaanbod en zijn een gemakkelijke manier voor handelaren om toegang te krijgen tot de futuresmarkt van aandelenindexen. Met een tiende van het klassieke E-mini-contract kunt u met Micro E-mini's met minder geld toetreden tot de markt, dankzij de lagere waarborgsom.

- Verkrijg flexibele toegang tot onze meest liquide markten
- Maak uw positie veelzijdiger
- Verfijn uw index exposure
- Maak beter gebruik van uw kapitaal

Ga voor meer informatie naar
cmegroup.com/micro-emi

Een bijdrage aan de vooruitgang in de wereld. CME Group bestaat uit vier 'designated contract markets' (DCMs): de Chicago Mercantile Exchange Inc. ("CME"), de Chicago Board of Trade, Inc. ("CBOT"), de New York Mercantile Exchange, Inc. ("NYMEX") en de Commodity Exchange, Inc. ("COMEX"). De afdeling Clearing van CME treedt op als organisatie voor de clearing van derivaten (DCO) voor de DCM's van de CME Group.

Op de beurs verhandelde derivaten en geclearde OTC-derivaten zijn niet voor alle beleggers geschikt en brengen risico op verliezen met zich mee. Op de beurs verhandelde en OTC-derivaten zijn instrumenten met een hefboomwerking en omdat slechts een percentage van de contractwaarde verhandeld hoeft te worden, kan het verlies hoger zijn dan het ingelegde bedrag. Dit bericht is geen prospectus of openbaar aanbod van zekerheden (in de zin van elke toepasselijke wetgeving); het is evenmin een aanbeveling om een specifieke investering of dienst te kopen, verkopen of houden.

De inhoud van dit bericht is opgesteld door CME Group voor algemene doeleinden en is niet bedoeld als, en mag niet worden opgevat als, adviesverlening. Hoewel alles in het werk is gesteld om ervoor te zorgen dat de informatie in dit bericht juist is op het moment van publicatie, aanvaardt CME Group geen verantwoordelijkheid voor eventuele fouten of weglatingen en zal het bericht niet worden bijgewerkt. Alle voorbeelden en gegevens in dit bericht worden uitsluitend gebruikt als toelichting en mogen niet worden beschouwd als beleggingsadvies of de resultaten van feitelijke ervaringen op de markt. Alle informatie in dit document die betrekking heeft op regels en specificaties is afkomstig uit de officiële rulebooks van CME, CBOT, NYMEX en COMEX en wordt regelmatig vervangen. In alle gevallen, waaronder zaken in verband met contractspecificaties, moeten de actuele regels worden geraadpleegd.

CME Group garandeert niet dat het materiaal of de informatie in dit bericht geschikt is voor gebruik of is toegestaan in rechtsgebieden of landen waar het gebruik of de verspreiding ervan in strijd is met de toepasselijke wet- of regelgeving. In de rechtsgebieden waar CME Group geen toestemming heeft om zaken te doen of waar de verspreiding van dit bericht in strijd is met lokale wet- en regelgeving, is dit bericht niet beoordeeld of goedgekeurd door de regelgevende instanties. De toegang tot de informatie valt onder de verantwoordelijkheid van de gebruiker.

In Nederland zijn CME, CBOT, NYMEX en COMEX ontheven van de verplichting erkenning op de beurs aan te vragen.

CME Group, het Globe Logo, CME, Globex, E-mini, CME Direct, CME Datamine en Chicago Mercantile Exchange zijn handelsmerken van Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT en de Chicago Board of Trade zijn handelsmerken van de Board of Trade of the City of Chicago, Inc. NYMEX en ClearPort zijn handelsmerken van de New York Mercantile Exchange, Inc. COMEX is een handelsmerk van Commodity Exchange, Inc.

Copyright © 2019 CME Group Inc. Alle rechten voorbehouden.

Postadres: 20 South Wacker Drive, Chicago, Illinois 60606 USA

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot

jolanda@financialinvestigator.nl**ADJUNCT HOOFDREDACTEUR**

Harry Geels

harry@financialinvestigator.nl**EINDREDACTIE**

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIESHan Dieperink
Justus van Halewijn
Bob Homan
Dries Nagtegaal
Jeroen van der Put
Karin Roeloffs
Hans de Ruitter**REDACTIERAAD**Michiel Cleij
Ronald Florisson
Derya Gunaydin**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

Jennifer Anderson, Ivo Batista, Frank van Blokland, Theresa Boettger, Marco Brouwer, Andrea Dacquin, Jaap van Dam, Han Dieperink, Alexander Duckwitz, Kees van Dijkhuizen, Martijn Elsackers, Paul van Gent, Campe Goodman, Feike Goudsmit, Erwin van Hal, Niels Haring, Douwe Hoekstra, Joop Huij, Erik Hulsegge, Thijs Jochems, Jack Julicher, Joshua Kendall, Thomas Kieselstein, Marieke Knoef, Alfred Kool, Annette van der Krogt, Claudia Kruse, Andy Langenkamp, Angélique Laskewitz, Bertrand Lecourt, Paul Linssen, Robert Merton, Rishma Moennasing, Gerard Moerman, Paul Moghtader, Jeroen Mol, Freddy van Mulligen, Daan Nijssen, Frederic Peemans, Marjolaine van der Peet, Mary Pieterse-Bloem, Andreas Poole, Jeroen van der Put, Dennis van der Putten, Pim Rank, Eric Rice, Philip Ripman, Sviatoslav Rosov, Maarten Roth, David Schofield, Marco Smelter, Viktor Stunnenberg, Amelia Tan, Ramon Tol, Marthe Tuinstra, Daniel Ung, Eric Veldpaus, Raymond van Wersch en Peter Wesselius.

FOTOGRAFIERuben Eshuis Photography
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 op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoelvuldigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën, opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

De rente op 10-jarige Nederlandse staatsleningen zakte onlangs tot het laagste niveau ooit. Daarmee werden de vorige laagterecords uit de zomer van 2016 geslecht. Drie jaar geleden maakten beleggers zich zorgen over de uitslag van het Britse brexitreferendum op een moment dat de ECB de groei en inflatie probeerde te stimuleren middels een enorm opkoopprogramma van staatsobligaties.

Het opkoopprogramma is inmiddels beëindigd maar evengoed is de rente op Nederlandse tienjaarsleningen flink gedaald. Dat is goed voor de huizenprijzen maar slecht voor spaarders en pensioenfondsen.

Terwijl het handelsconflict tussen de VS en China ernstige vormen aanneemt en groeiverwachtingen inzakken, zoeken beleggers een veilig heenkomen in de vorm van obligaties van betrouwbare overheden. Als gevolg van oplopende handelsspanningen, het gevaar van protectionisme en problemen in sommige opkomende markten, zal de ECB de huidige rentetarieven van 0% in ieder geval nog een jaar op het huidige niveau laten staan.

In de volgende editie van Financial Investigator zal uitgebreid ingegaan worden op de gevolgen van de extreem lage rente voor institutionele beleggers.

In deze uitgave wordt veel aandacht besteed aan ESG en Impact investing. In het coververhaal gaat Mathilde Dufour, Co-Head van de afdeling Sustainable research van Mirova, in op het meten van impact van beleggingen op de UN Sustainable Development Goals.

Verder zijn er naar aanleiding van het grote seminar dat Financial Investigator op 21 mei ten kantore van ABN AMRO organiseerde over Designing Investment Policy on ESG & Impact Investing, diverse specialisten geïnterviewd en is de paneldiscussie over dit onderwerp weergegeven in deze editie.

Voor dit nummer werden ook twee ronde tafels georganiseerd. De eerste ronde tafel ging over het onderwerp from Active to Passive to Factor Investing. 'Factor Investing wordt steeds populairder vanwege de relatief lage kosten en de transparantie. Bovendien zijn de technieken die factorbeleggers gebruiken, door de beschikbaarheid van veel data, inmiddels voor vrijwel iedereen toegankelijk.'

De tweede ronde tafel had als onderwerp External Manager Selection. Als er iets blijkt uit deze ronde tafel dan is het dat dé ideale externe manager niet bestaat. Daarvoor is de behoefte onder partijen die externe managers selecteren te divers. Maar, wellicht niet heel verrassend: ESG valt niet meer weg te denken. Partijen die zich bezighouden met externe manager selectie vinden dit zo belangrijk dat het zelfs in het DNA van externe managers moet zitten.

Verder treft u nog heel veel andere interessante onderwerpen aan.

Ik wens u veel leesplezier toe en een fijne zomer!

Educatieve bijeenkomst: Balans- en Vermogensbeheer voor Verzekeraars
1 Oktober 2019 van 12.00-17.00 uur
Aegon Asset Management, Den Haag

Sprekers zijn onder andere afkomstig van Aegon Asset Management, Aberdeen Standard Investments, Allianz Global Investors, BNY Mellon, Invesco en Schroders.

De educatieve bijeenkomst wordt voorzeten door Pim Poppe, Lead Consultant bij Probability & Partners.

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



Bond Compass

Discover where trillions of dollars in fixed income assets moved in Q4 2018.

The Bond Compass is a new, quarterly report that leverages proprietary research from State Street Global Markets, providing a snapshot of fixed income flows and holdings indicators, extracted from a wider set of \$10 trillion¹ of assets. These indicators capture behavioural trends across tens of thousands of portfolios, representing 10%² of the global fixed income universe.

spdrs.com/fixedincome

Marketing communication. For professional clients use only. ¹Source: State Street Form 10-K, as of 31 December 2017. The fixed income flows and holdings indicators produced by State Street Global Markets, the investment, research and trading division of State Street Corporation, are based on aggregated and anonymized custody data provided to it by State Street, in its role as custodian. State Street Global Advisors does not have access to the underlying custody data used to produce the indicators. ²Source: Bank of International Settlements, 2017. The fixed income flows and holdings indicators produced by State Street Global Markets, the investment, research and trading division of State Street Corporation, are based on aggregated and anonymous custody data provided to State Street Global Markets by State Street, in its role as custodian. State Street Global Advisors does not have access to the underlying custody data used to produce the indicators. These metrics are generated from regression analysis based on aggregated and anonymous flow data in order to better capture investor preference and to guarantee the safe guarding of client confidentiality. Investing involves risk including the risk of loss of principal. ETFs trade like stocks, are subject to investment risk, fluctuate in market value and may trade at prices above or below the ETFs net asset value. Brokerage commissions and ETF expenses will reduce returns. The information provided does not constitute investment advice as such term is defined under the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) and it should not be relied on as such. Standard & Poor's, S&P and SPDR are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones); these trademarks have been licensed for use by S&P Dow Jones Indices LLC (SPDJ) and sublicensed for certain purposes by State Street Corporation. State Street Corporation's financial products are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJ, Dow Jones, S&P, their respective affiliates and third party licensors and none of such parties make any representation regarding the advisability of investing in such product(s) nor do they have any liability in relation thereto, including for any errors, omissions, or interruptions of any index. Bond funds contain interest rate risk (as interest rates rise bond prices usually fall); the risk of issuer default; issuer credit risk; liquidity risk; and inflation risk. This document has been issued by State Street Global Advisors Limited ("SSGA"). Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered No. 2509928. VAT No. 577659181. Registered office: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ. T: 020 3395 6000. F: 020 3395 6350 ssga.com © 2019 State Street Corporation – All rights reserved. ID16629 2326239.41.EMEA.INST Exp. Date: 31/07/2019

Coververhaal

- 12 Meten van impact op de UN SDGs**, Interview met Mathilde Dufour, Mirova (part of Natixis)

Thema Factor Investing

- 20 Ronde Tafel from Active to Passive to Factor Investing**
- 30 Advantages of Multi-Factor Approaches in Fixed Income**, Quoniam Asset Management
- 32 The Benefits of Variable Beta Strategies**, Intech International Division (Janus Henderson)

Thema External Manager Selection

- 46 Ronde Tafel External Manager Selection**
- 58 Hoe selecteer je de juiste externe manager?** Interview met Rishma Moennasing, Rabobank

Thema ESG & Impact Investing

- 60 Als bank op weg naar een duurzame toekomst**, Interview met Kees van Dijkhuizen, ABN AMRO Bank
- 68 Zo voer je ESG-beleid met behoud van rendement**, Interview met Angélique Laskewitz, VBDO
- 82 Alignment with the UN's Sustainable Development Goals**, Wellington Management
- 90 Verslag paneldiscussie: Designing Investment Policy on ESG and Impact Investing**

Wetenschap en praktijk

- 8 Vergrijzing is fantastische uitdaging**, Interview met Prof. Robert C. Merton
- 16 Laten we duidelijk zijn over pensioen**, Interview met Prof. Dr. Marike Knoef
- 40 Is een China-agenda voor pensioenfondsen noodzakelijk?** Marco Brouwer
- 44 Uitvoeringskosten lastig vergelijkbaar**, Institutioneel Benchmarking Instituut
- 97 Het excellente pensioenfonds**, Jeroen Mol

Gesponsord

- 34 Solvency II moet de financiering van het MKB bevorderen**, Interview met Alexander Duckwitz, Allianz Global Investors
- 38 Aantrekkelijk instapmoment voor local currency EMD**, Capital Group
- 42 Pensioenfondsen kunnen wel tot 50 procent naar illiquide beleggingen alloceren**, Interview met Gerard Moerman, Aegon Asset Management



Meten van impact op de UN SDGs
12



Vergrijzing is fantastische uitdaging
8



Vraag naar Factorbeleggen neemt toe 20



Vertrouwen is een van de allerbelangrijkste dingen 46

RONDE TAFELS 2019

- RONDE TAFEL FIXED INCOME: 27 AUGUSTUS
- RONDE TAFEL SUSTAINABLE INVESTING IN REAL ASSETS: 19 SEPTEMBER
- RONDE TAFEL CLIMATE CHANGE & ENERGY TRANSITION: 29 OKTOBER

SEMINARS 2019

- BALANS- EN VERMOGENSBEHEER VOOR VERZEKERAARS: 1 OKTOBER
- CLIMATE CHANGE, ENERGY TRANSITION, DISRUPTION & LONG TERM INVESTING: 31 OKTOBER
- FACTOR INVESTING: 11 NOVEMBER

- 66 **Investing for impact in fixed income**, Insight Investment (a BNY Mellon boutique)
- 70 **Donut-model vormt basis voor duurzaamheid Actiam**, Interview met Dennis van der Putten, Actiam
- 74 **Een multifactor-benadering met ESG voor opkomende markten**, Interview met Jennifer Anderson en Paul Moghtader, Lazard
- 78 **'We must face up to what we are doing,'** Interview met Bertrand Lecourt, Fidelity International
- 84 **Intern beoordelingsraamwerk garandeert 'G' van Green Bonds**, Interview met Annette van der Krogt en Viktor Stunnenberg, Achmea Investment Management
- 86 **Meer data nodig voor duurzame doelstellingen**, Interview met Theresa Boettger, DWS
- 94 **Een uniforme visie is cruciaal**, Interview met Philip Ripman, Storebrand Asset Management
- 98 **Een nieuwe aanpak voor klimaatbeleggen**, Interview met Amelia Tan, BlackRock

Columns

- 19 **IVBN:** Institutionele vastgoedbeleggers zijn meer dan alleen investeerders
- 29 **Jeroen van der Put:** Onverwachts hoge impliciete kosten bij passief beleggen
- 37 **Andy Langenkamp:** Wereldeconomie dupe van clash tussen Adelaar en Draak?
- 73 **CFA Society VBA Netherlands:** AI: De mens heeft de toekomst
- 77 **Thijs Jochems:** Amerikaanse pensioenfondsen financieren kleine asset managers. Waarom?
- 81 **Han Dieperink:** Populistisch beleggen
- 89 **Pim Rank:** Wet langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders: een uitdaging voor innovatieve custodians?

Rubrieken

- 101 On the move special: **Alfred Kool**
- 102 Boeken
- 104 On the move kort

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



ACTIVELY CONNECTING SUSTAINABILITY TO OPPORTUNITY.

A changing world creates opportunity. Mirova has embraced sustainable investments for more than 30 years – and uses them to create value. See how you can benefit from their deep expertise in sustainable equity, green bonds and alternative investments.

Learn more at im.natixis.com



For Professional Investors only.

Mirova is an affiliate of Natixis Investment Managers. • The 1st SRI fund was created in 1984 within Ostrum AM. Mirova is a subsidiary of Ostrum AM. All investing involves risk, including the risk of capital loss. • The above referenced entity is an affiliate of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialized investment management and distribution entities worldwide. • Their services and the products they manage are not available to all investors in all jurisdictions. Provided by Natixis Investment Managers, Nederlands (Registration number 50774670). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands. • ADINT64-0519

Pensioenfederatie: Principeakkoord tussen sociale partners en kabinet

De Pensioenfederatie is blij dat er een doorbraak is bereikt in de gesprekken tussen sociale partners en het kabinet over het pensioenstelsel. Het principeakkoord op hoofdlijnen is een belangrijke stap op weg naar een pensioenstelsel dat houdbaar is voor de toekomst. De Pensioenfederatie helpt graag mee bij de verdere uitwerking van deze hoofdlijnen.

Op basis van dit principeakkoord beogen partijen op korte termijn een nader uitgewerkt pensioenstelsel neer te zetten.

Vergeleken met andere landen staat ons stelsel nu op de eerste plaats. Het is van groot belang dat Nederland ook in de toekomst die topositie kan behouden. De Pensioenfederatie is daarom blij met deze doorbraak in de gesprekken, zeker omdat belangrijke fundamenten van ons stelsel, zoals collectiviteit en risicodeling, overeind blijven. De Pensioenfederatie ziet het als haar taak

om, via bundeling van de kennis binnen haar achterban, een wezenlijke bijdrage te leveren aan de invulling en uitwerking van dit principeakkoord.

De Pensioenfederatie roept de minister op om sociale partners en pensioenfondsen voldoende ruimte te geven om tot maatwerkoplossingen te komen. De diversiteit bij de pensioenfondsen is groot waar het gaat om de omvang en samenstelling van het deelnemersbestand, de omvang van het vermogen en de stand van de dekkingsgraad. De pensioenfondsbesturen moeten bij de keuze voor een nieuw pensioencontract een evenwichtige afweging kunnen maken van belangen van alle belanghebbenden in het fonds. De financiering van de transitiekosten is daarbij een belangrijk aandachtspunt. Voldoende fiscale ruimte is een absolute voorwaarde om tot een succesvolle uitwerking van het principeakkoord te komen.



Foto: Archief Michiel Janssen

De agenda van Michiel Janssen

ZAKELIJKE PRIORITEITEN

- De RvC ondersteunen bij het voorgenomen bod van het Franse CACEIS op KAS BANK.
- De vergaderingen van RvC en Commissies voorbereiden met de RvC-voorzitter. Dit arbeidsintensieve proces met scherpe deadlines vraagt veel extra inspanning van alle betrokkenen. Dit jaar vergaderde de RvC al tien keer, nog exclusief de nodige calls.
- Toezien op een goede governance, zodat iedereen tijdig zijn verantwoordelijkheid kan nemen. Er zijn veel partijen betrokken naast KAS BANK en CACEIS, zoals ECB, DNB, AFM, ACM en adviseurs. De belangen van alle stakeholders moeten worden meegewogen.
- Trait d'union zijn tussen RvC en RvB. Ik ken beide goed en kan beider belangen goed inschatten.
- (Ongoing) aandacht schenken aan AVA, Administratiekantoor en Preferente Stichting.

PERSOONLIJKE PRIORITEITEN

- Muziek. Passief vooral in het Concertgebouw, een feest! Actief als pianist, helaas te weinig.
- Varen met onze boot in Friesland. Nederland is zo mooi vanaf het water.
- Lezen. Een favoriet: Carlos Ruiz Zafon, Het labyrint der geesten.
- Musea, kunstboeken.
- Onze twee zonen: de een start in september zijn Master in Delft, de ander gaat een jaar studeren in Singapore. Dat worden mooie tripjes.
- Wandelen door Nederlands prachtige bossen. Goed voor onze conditie!

Na vier jaar te hebben gewerkt als advocaat bij Caron & Stevens en Baker & McKenzie won KAS BANK in 1986 zijn hart. Janssen was eerst twaalf jaar bedrijfsjurist en werd in 1998 secretaris van de Raad van Bestuur (RvB) en de Raad van Commissarissen (RvC). Vanaf 2015 is hij de RvC volledig toegewijd. Bij de Amsterdamse bank voor professionele beleggers staat alles momenteel in het teken van de mogelijke transitie naar het Franse CACEIS.

Amundi: Kans op recessie meer dan 50%

De kans dat de economie binnen drie tot vijf jaar in een milde recessie terechtkomt is hoger dan 50%. Dat schrijft Amundi in de Asset Class Return Forecasts van dit kwartaal. Europa zal naar verwachting eerder in deze situatie terechtkomen dan de VS.

Bovengenoemde 'milde recessie' volgt op een groeivertraging. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft minder ruimte om het tij te keren dan de Fed, Europese landen hebben weinig begrotingsruimte voor een stimulerend beleid en politieke onzekerheden als de Brexit duren voort.

In het basisscenario wordt een daling van de risicovrije rentes voorzien en een stijging van zowel de risicopremies als het aantal defaults (wanbetalingen) – al blijft dit onder het niveau van 2008. De centrale banken zullen in dit scenario de rente weer verlagen (de Fed) dan wel terugkeren naar onconventioneel beleid (ECB). Op de middellange termijn leiden dalende winsten tot 'bescheiden' aandelenrendementen, lager dan eerder werd voorzien.

Amundi voorziet onderstaande gevolgen voor de verschillende beleggingscategorieën:

- **Staatsobligaties:** Met een recessie in het vooruitzicht gaan staatsobligaties beter presteren dan cash en bieden deze bescheiden rendementen. Amerikaans schuld papier biedt op de middellange en lange termijn het beste rendement. Amundi is voorzichtig positief over staatsobligaties uit opkomende markten vanwege onder meer de hoge rentevergoeding en stevige fundamenten. Het vooruitzicht voor staatsobligaties in Europa is onzeker.
- **Bedrijfsobligaties:** Risicopremies op zowel investment grade- als high yield-obligaties zullen stijgen, net als het aantal wanbetalingen, hetgeen nadelig is voor de totale rendementen. Dalende rentetarieven in de VS zullen ondersteunend zijn voor bedrijfsobligaties.
- **Aandelen:** Omdat de economische groeivertraging zijn oorsprong heeft in ontwikkelde markten, zijn rendementen op aandelen uit opkomende markten beter. Amundi verwacht dat aandelenrendementen binnen een termijn van tien jaar lager uitvallen dan aanvankelijk werd voorspeld. Op de langere termijn schat Amundi dat de Amerikaanse markt een trendmatige groei van 7,7% per jaar doormaakt, de hoogste van de ontwikkelde landen. Het rendement van EM-aandelen op de lange termijn wordt geschat op 9,4%

Stichting PensioenLab: Jongeren lanceren manifest voor meer jonge pensioenfondsbestuurders

Jongeren hebben een manifest geschreven om meer jonge pensioenfondsbestuurders aan te stellen. Het manifest is gelanceerd op 23 mei tijdens een evenement van het jongerenplatform PensioenLab en is direct aangeboden aan pensioenfondsen ter ondertekening. Het is de zevende keer dat het PensioenLab jongeren faciliteert om mee te doen aan de almaar relevantere pensioendiscussie.

De jonge deelnemers presenteren dit jaar vier adviezen die een kritiek zijn op het trage proces van besluitvorming en ontwikkeling vanuit de regering en de financiële sector. Een Europees pensioenproduct is al lange tijd in de maak, maar een groep heeft er nu zelf een ontwikkeld. Een tweede groep verlangt een overzicht waarin alle persoonlijke financiën automatisch worden getoond. Daarnaast heeft een groep een online platform opgericht om de zorgen over de stijgende AOW-leeftijd bij jongeren weg te nemen.

De vierde groep pleit voor meer jonge pensioenfondsbestuurders en lanceert een manifest. Het percentage jongeren in pensioenfondsbesturen is sinds 2016 gelijk gebleven, ondanks ingestelde diversiteitsnormen. Slechts 9 van de 40 fondsen zonder een jongere in het bestuur benoemden in 2017 een jongere op een vacature. Het door jongeren ontwikkelde manifest roept pensioenfondsen op om hier verandering in te brengen en wil hen committeren om jongeren te benoemen op vrijgekomen vacatures.

Het PensioenLab is een initiatief van CNV Jongeren, FNV Jong en VCP Young Professionals om de belangen van jongeren op het gebied van pensioentema's te behartigen. De huidige lichter van het jongerenplatform heeft ruim een half jaar aan de adviezen gewerkt. In werkgroepen hebben ze nieuwe visies op vier pensioentema's ontwikkeld en uitgewerkt tot concrete en direct toepasbare voorstellen.

PNO Media selecteert Robeco voor Asia-Pacific aandelenmandaat

Robeco is geselecteerd door PNO Media, het pensioenfonds voor de creatieve sector, voor het beheren van de Asia-Pacific aandelenportefeuille van circa EUR 250 miljoen. De expertise en ervaring van Robeco en RobecoSAM met het integreren van ESG-criteria in beleggingsbeslissingen heeft een belangrijke rol gespeeld.

Het mandaat voor Robeco Asia-Pacific Equities, waar ESG-integratie een vast onderdeel van het beleggingsproces is, onderschrijft het belang dat PNO Media hecht aan duurzaamheid. Robeco Asia-Pacific Equities belegt actief in aandelen uit ontwikkelde en opkomende landen in de regio Azië-Pacific.

Vergrijzing is fantastische uitdaging

DOOR JOOST VAN MIERLO

De wereld vergrijst in hoog tempo. Het vinden van manieren om deze ouder wordende bevolking van een acceptabel pensioen te voorzien vraagt om innovatieve oplossingen.

De Amerikaanse Nobelprijswinnaar Prof. Robert C. Merton houdt zich er graag mee bezig. Klagen over een wereld waarin de rente laag is, is wat hem betreft totaal zinloos. 'Je gaat in Londen ook niet klagen dat het regent', zegt Merton in het Londense kantoor van de Amerikaanse vermogensbeheerder Dimensional, waar toevallig de zon schijnt. 'Maar je kunt wel uit voorzorg een paraplu meenemen.' Merton is bij Dimensional in dienst als 'Resident Scientist', een bewijs van de wetenschappelijke benadering die Dimensional voorstaat als het gaat om haar beleggingsbeleid.

Het leven van Robert Merton staat in het teken van het fenomeen risico. Om precies te zijn: hij tracht te begrijpen hoe risico's kunnen worden beheerst. Als medesamensteller van de Black-Scholes-Merton formule ontving hij in 1997 de Nobelprijs voor Economie. Dankzij het rekenwerk van onder andere Merton werd het mogelijk om opties te waarderen: een revolutionaire ontwikkeling waar het gaat om het beheersen van risico's.

Merton is echter niet alleen een begenadigd wetenschapper. Hij is een van de meest geliefde hoogleraren aan eerst MIT en daarna Harvard. Al snel wordt duidelijk waarom. Merton is een gepassioneerd verteller. Hij is ook een man van de praktijk. Al bijna vijftig jaar is hij als adviseur en belegger betrokken bij diverse vermogensbeheerders en hedge funds. Merton is altijd op zoek naar manieren om de sector beter aan te laten sluiten bij de wensen van de consument. Bij Dimensional houdt hij zich vooral bezig met het pensioenprobleem, of zoals Merton het noemt: de pensioencrisis.

Waarom noemt u het een crisis?

'We hebben te maken met een vergrijzende bevolking. Japan weet er alles van, maar dat geldt ook voor de Verenigde Staten. In China is de situatie ernstiger dan in de Verenigde Staten vanwege de één-kind politiek. Maar wat

Het is natuurlijk fantastisch dat we langer leven. Ik ben de eerste die dat zal beamen.

mensen zich niet realiseren, is dat het probleem in Zuid-Korea groter is dan in China en in Taiwan weer groter dan in Zuid-Korea. Het is in feite een probleem waar we overal mee te maken hebben.

Ik zeg probleem, maar het is natuurlijk fantastisch dat we langer leven. Ik ben de eerste die dat zal beamen. Maar we willen op een zeker moment stoppen met werken en daarna een zekere levensstandaard handhaven.'

Een zekere levensstandaard. Dat klinkt betrekkelijk subjectief.

'En dat is het ook. Maar als je het aan mensen vraagt, dan betekent het dat ze de levensstandaard van de laatste fase van hun werkzame leven willen handhaven. Dus niet van het moment dat ze student waren, of toen ze opgroeiende kinderen hadden.

Dat is echter niet het belangrijkste inzicht. Bij traditionele pensioenfondsen werd ervan uitgegaan dat er een pot met geld beschikbaar moest zijn waaruit dit pensioen zou kunnen worden gefinancierd. Maar zo werkt het in de praktijk niet. Iemand heeft bijvoorbeeld jaarlijks 20.000 x, een denkbeeldige valuta, nodig om rond te komen. En die 20.000 x per jaar moet waardevast zijn, dus meebewegen met de inflatie. Het gaat met andere woorden om de inkomstenstroom. Maar dat is niet de manier waarop pensioenfondsen ernaar kijken. Of in ieder geval niet zoals ze er in het verleden naar keken. In het verleden was vooral het rendement dat werd behaald van belang.'

Kunt u een voorbeeld geven?

'Laten we zeggen dat je twee pensioenfondsen hebt. De een behaalt een rendement van 25%, maar de dekkingsgraad, de verhouding tussen de bezittingen en de toekomstige verplichtingen van het pensioenfonds, daalt. Het andere pensioenfonds behaalt een rendement van 4%, maar de dekkingsgraad stijgt. Misschien dat de beheerder in het eerste geval het gevoel heeft dat hij beter heeft gepresteerd, maar hij heeft toch een lastiger verhaal te vertellen aan de bestuurders van het fonds.'

De verplichtingen zijn relevanter dan het rendement?

'Precies. Het gaat erom de juiste doelstelling te formuleren en de juiste risico's te beheersen. Het is een inzicht dat me bezighoudt sinds ongeveer 2004/2005. Ik voorspelde indertijd dat de DB (Defined Benefits, JvM) pensioen-systemen niet gehandhaafd zouden kunnen worden. Een bedrijf als GM was kwetsbaarder als gevolg van de pensioen-portefeuille dan vanwege het strategische beleid rondom auto's. Dat was niet te handhaven. Dat is gebeleden. DB-pensioensystemen zijn in veel gevallen onbetaalbaar geworden.'

Heeft het niet vooral te maken met het feit dat de reële rente vanaf dat moment extreem laag was? Het was eenvoudigweg onmogelijk om een aantrekkelijk rendement te behalen.

'De reële rente kan niet zomaar gemanipuleerd worden. De Bank of England, of welke centrale bank ook, kan de officiële rente van de ene op de andere dag met 500% verhogen. Op korte termijn zal dat de rente beïnvloeden, maar het is niet mogelijk, zelfs niet voor de grootste centrale banken, om de rente, de reële rente, blijvend te beïnvloeden. We hebben nu al bijna veertig jaar te maken met een lage en dalende reële rente. In al die jaren is voortdurend gezegd dat dit niet vol te houden zou zijn, maar als je in obligaties was blijven beleggen, had je een heel aantrekkelijk, om niet te zeggen fantastisch, rendement behaald.'

Is dit niet een manier om te zeggen dat de markt efficiënt is? Daar wordt tegenwoordig behoorlijk aan getwijfeld.

'Ik zal niet zeggen dat de markt altijd gelijk heeft, maar het is niet iets dat zomaar uit de lucht komt vallen. De markt is het gevolg van de beslissingen op een bepaald moment van miljoenen individuen en talloze grote institutionele beleggers. Die hebben ieder voor zich hun eigen speciale kennis, maar de markt bundelt al die kennis. De markt is niet alwetend, maar verzamelt wel informatie die geen enkele individuele participant heeft. Het is niet erg relevant in mijn ogen om je af te vragen of de markt volledig efficiënt is. Iedereen heeft daar zijn eigen mening over, maar het is wat het is. Het is moeder natuur.'

Maar de meeste rendementen staan intussen onder druk. Dat is toch een probleem?

'Het maakt beleggen lastig. Je moet immers rekening houden met onverwachte en ongewenste uitkomsten. Dat is de reden om naar alternatieven te zoeken. Ik zeg tegen beleggers: Als een DB-systeem niet te betalen is en een DC-systeem (Defined Contributions) onwenselijk, wat is dan plan C?'

Het gaat erom de juiste doelstelling te formuleren en de juiste risico's te beheersen.

En wat is plan C?

'Het gaat om beleggingen met een verzekeringscomponent. Dat valt het beste te illustreren aan de hand van een voorbeeld van de energiemarkt in Californië. Twintig jaar geleden had de staat een probleem met de energierekening. De prijzen stegen enorm. Er was het gevaar dat de staat failliet zou gaan. Het was noodzakelijk de risico's te beheersen. Er zijn twee mogelijke oplossingen. De staat kan een bepaalde cap, een maximumprijs, bedingen. Daar zitten geen onmiddellijke kosten aan vast. Het is fantastisch als



CV

- 1944 Geboren in New York City
- 1970 Ph.D economie MIT
- 1970 Hoogleraar MIT
- 1973 Theory of rational option pricing
- 1990 Continuous-Time Finance
- 1993 Mede-oprichter Long Term Capital Management
- 1997 Nobelprijs Economie
- 1997 Financial Economics
- 1998 Hoogleraar Harvard
- 2009 Residential Scientist Dimensional



de energieprijzen blijft stijgen, maar als politicus heb je een probleem als de energieprijzen daalt. Je moet immers de van tevoren afgesproken hogere prijs betalen. Dat kan om enorme bedragen gaan. Het alternatief is een verzekering. Dat kost nu geld, maar als er in de toekomst lagere prijzen gelden, hoeft er niets extra's te worden betaald.'

Maar mensen zullen nog steeds klagen over de hoge rekening van de premie die is betaald.

'Dat denk ik niet. De kosten zijn onderdeel van de begroting. Ze zijn goedgekeurd. Volgens mij klaagt niemand over de hoogte van de inboedelverzekering, ook al is er geen claim ingediend. Mensen begrijpen het principe van verzekeren.'

Hoe zou dat werken voor pensioenen?

'Het gaat erom dat je je realiseert dat de hoogte van het geldbedrag in de pot niet het meest cruciale is. Het gaat erom dat een bepaalde inkomstenstroom gedurende een bepaalde periode wordt gerealiseerd. Een verzekering kan betekenen dat er niet meer geld wordt verdiend dan beoogd, maar kan zorgen voor de zekerheid dat de inkomstenstroom niet onder een gewenst niveau terechtkomt.'

Maar het gaat er natuurlijk nog altijd om dat er voldoende wordt gespaard. De premie van de verzekering zou oneindig hoog worden als de besparingen te laag zijn.

'Dat klopt. Als iemand in het verleden een levensverwachting had van 75 jaar, op zijn 25-ste begon te werken en met 65 jaar met pensioen wilde gaan, moest deze 25% van zijn inkomen sparen. Als de levensverwachting naar 85 jaar stijgt moet de spaarquote stijgen naar 33%. Daar kan iemand voor kiezen. Een alternatief is om langer te werken, tot het moment dat de spaarquote weer 25% is. Dat zijn

De hoogte van het geldbedrag in de pot is niet het meest cruciale. Het gaat erom dat een bepaalde inkomstenstroom gedurende een bepaalde periode wordt gerealiseerd.

individuele keuzes of keuzes waar landen met collectieve pensioenen gezamenlijk voor moeten kiezen.'

Het alternatief is natuurlijk dat er een hoger rendement wordt behaald.

'Ja, maar zo'n hoger rendement komt niet uit de lucht vallen. Je kunt wel een hoger rendement beloven, maar dat betekent dat er meer risico's genomen worden. Dat kan makkelijk verkeerd uitpakken. Wee de belegger die in 1990 besloot om in Japanse aandelen te beleggen. De Nikkei-index stond indertijd op 39.000 punten. Zes jaar geleden stond de index op iets meer dan 8.000 punten. Intussen is deze gestegen naar 24.000. Maar het betekent dat de belegger van 1990 nog altijd tegen een verlies van 40% aankijkt.'

Dat is een extreem voorbeeld.

'Natuurlijk is het een onwaarschijnlijk scenario, maar het is goed om je te realiseren dat rendement niet uit de lucht komt vallen. Men kan naar een hoger rendement streven door meer risico te nemen, maar dat betekent dat de kans op ongewenste resultaten groter wordt. Dat is de realiteit.'

Meer sparen dus, of langer werken. In Nederland wordt er oeverloos over gesproken. Maar het is geen eenvoudige boodschap voor politici.

'Maar het is hun vak. Een loodgieter moet loodgieten, een taxichauffeur brengt mensen van A naar B, en politici moeten mensen uitleggen dat er belangrijke keuzes moeten worden gemaakt. Ik heb daar geen enkel medelijden mee. Maar ik ben er ook niet pessimistisch over. Er is aanzienlijke vooruitgang geboekt. Ik beschouw mezelf als een rationele optimist. We zullen uiteindelijk doen wat we moeten doen.' «

Tijdens pensioen moet de levensstandaard in de laatste fase van het werkzame leven worden geëvenaard

Het is cruciaal om een afdoende inkomstenstroom te realiseren, niet een bepaalde zak met geld

Men kan strategieën introduceren om de risico's van het niet behalen van het doel te verminderen

P I M C O[®]

Een hogere standaard voor rendement.

Op het gebied van ESG-strategieën geloven wij dat investeerders niet hoeven te kiezen tussen rendement en positieve impact. ESG is een belangrijk onderdeel van ons onafhankelijke research proces, waarbij we waarde creëren voor klanten die zich richten op positieve veranderingen.

Ontdek nieuwe mogelijkheden op nl.pimco.com/esg

Uitsluitend bestemd voor professionele doeleinden. In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie of betrouwbaar richtsnoer voor toekomstig rendement. Maatschappelijk verantwoord beleggen is van kwalitatieve en subjectieve aard en er is geen garantie dat de overtuigingen of waarden van een individuele belegger tot uitdrukking komen in de beoordelingen van PIMCO of in de door PIMCO toegepaste criteria. **PIMCO Europe Ltd** (ondernemingsnummer 2604517) is erkend door en staat onder het toezicht van de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk. ©2019, PIMCO.



Meten van impact op de UN SDGs

DOOR HARRY GEELS

De Franse beheerder Mirova, onderdeel van Natixis Investment Management, probeert volledig transparant te zijn over de mate waarin hun beleggingen de UN Sustainable Development Goals (SDGs) ten goede komen. Financial Investigator sprak met Mathilde Dufour, Co-Head van de afdeling Sustainable Research van Mirova. Dufour: 'De Europese aandelenportefeuille van Mirova bereikt op de SDG Climate Action-doelstelling een temperatuurstijging van 1,5 graad Celcius tot het jaar 2100, terwijl de index op een stijging zit van 4,6 graden.'

Klopt het dat jullie framework is gebouwd op de UN SDGs?

'Onze beleggingen streven inderdaad nadrukkelijk de UN SDGs na en dat willen we zo transparant mogelijk doen. Dit echter met de toevoeging dat we geen concessies doen aan rendement en dus minimaal een gelijkwaardige prestatie willen neerzetten als de betreffende indices. In onze rapportages willen we met behulp van statistieken laten zien in welke mate de beleggingen bijdragen aan een betere wereld en we vinden de SDGs daarvoor het meest geschikte instrumentarium. In september 2015 zijn de SDGs unaniem aangenomen door 193 staatshoofden en andere leiders tijdens een top in het VN-hoofdkantoor in New York. Ze hebben sindsdien een breed draagvlak gekregen. Mirova's topman Philippe Zaouati heeft in juni 2016 in een artikel 'Implementing and financing the UN SDGs' gezegd dat 'het financieren van de SDGs niet alleen nieuw beleggingskapitaal vereist, maar ook andersoortige beleggingsresearch en -'tools', die volledig zijn toegewijd aan het begrip duurzaamheid'. In ons framework hebben we de eerste zestien van de zeventien SDGs onderverdeeld in twee groepen met zes pilaren. De eerste drie pilaren vallen onder de 'E' van Environment; daartoe behoren Resource Security, Healthy Ecosystems en Climate Stability. De andere drie pilaren vallen onder de 'S' van Social en omvatten Basic Needs, Wellbeing en Decent Work.'

De 'G' van Governance ontbreekt

'Governance betreft de wijze waarop een bedrijf zich gedraagt en georganiseerd is. Goede governance is geen SDG, maar wel erg belangrijk om Environmental en Social impact te kunnen maken. Anders gezegd, governance is een middel en geen doel op zich. Governance is wel onderdeel van de fundamentele analyse van Mirova. Researchproviders

als MSCI en Sustainalytics leveren vaak uitkomsten op basis van een gewogen gemiddelde score op de drie onderdelen van ESG. Dit leidt vaak tot neutrale scores, terwijl er genoeg voorbeelden zijn van bedrijven die met één of enkele activiteiten dwars tegen één of meer SDGs ingaan. Deze bedrijven worden door Mirova uitgesloten. Beleggers moeten voorbij de ethische overwegingen of uitsluitingen gaan en meer holistisch naar de belangrijke duurzaamheidskwesties kijken. Er is urgentie. Zo bedreigt de klimaatverandering niet alleen de economie, maar zelfs ons bestaan. Maar het is ook een materialiteitskwestie. Zo is het genoegzaam bekend dat bedrijven die zich niet bekommeren om duurzaamheid vroeg of laat in de problemen kunnen



komen. Het gaat ook verder dan alleen risicomanagement van duurzaamheidskwesties. Bedrijven kunnen bewust bijdragen leveren aan de realisatie van de SDGs en beleggers kunnen dit sturen. In onze benadering zijn vier zaken van groot belang. Ten eerste moet geïnvesteerd worden in activiteiten die bijdragen aan de realisaties van de SDGs. Ten tweede beïnvloeden we bedrijfsstrategieën door engagement. Ten derde moeten bedrijven hun financiële prestaties verbeteren door integratie van duurzaamheidskwesties. En tot slot mag er in onze fondsen en mandaten niet geprofitteerd worden van schadelijke activiteiten.'



CV

Mathilde Defour is als co-Head van Mirova's Sustainable Investment Research verantwoordelijk voor het coördineren van de ESG- en thematische onderzoeksactiviteiten voor Mirova en zijn klanten. Ze begon haar carrière bij Ethifinance, een Franse rating agency gespecialiseerd in Corporate Social Responsibility voor kleine en middelgrote bedrijven. In 2009 ging ze bij Natixis Asset Management werken als SRI-analist. In de laatste vijf jaar heeft ze bijgedragen aan de ontwikkeling van een unieke ESG-researchmethodologie voor Natixis en Mirova, naast het publiceren van researchartikelen over duurzame ontwikkeling. Defour behaalde haar mastertitel in International Relations aan de Sciences Po Bordeaux. «

Uit welke ingrediënten bestaat jullie analysemethodiek?

'We zijn impactbeleggers. We plaatsen omgevings- en sociale kwesties helemaal aan het begin van het beleggingsproces. Grofweg bestaat onze analyse uit vier ingrediënten of blokken. Het eerste blok noemen we de Risk/Opportunity approach. Hier zijn we op zoek naar bedrijven die oplossingen bieden en naar 'best practices' voor risicomanagement bij impactbeleggen. In dit blok wordt verder aan risico's en kansen evenveel gewicht toegekend.

Het tweede blok heet Targeted Issues. Hierin focussen we op de specifieke kwesties die horen bij iedere belegging die we bestuderen. Wij hanteren daarbij een holistische benadering. Een bedrijf kan nog zulke goede processen, governance en gelijke behandeling van mannen en vrouwen hebben, als ze wapens of tabak produceren wordt er geen bijdrage aan de SDGs geleverd. We kijken niet alleen naar het bedrijfsproces maar ook naar de geproduceerde producten of geleverde diensten. Andersom kan ook. Er zijn bedrijven die producten maken die goed voor het milieu zijn, maar die bijvoorbeeld niet goed met het personeel omgaan.

Het derde blok is Life Cycle Analysis. Hierin analyseren we diepgaand de omgevings- en sociale kwesties van de hele keten waarin een bedrijf zit. Het gaat er dus niet alleen om hoe goed een bepaald bedrijf met de SDGs omgaat, maar ook hoe duurzaam de hele keten is, van grondstofwinning tot het eindproduct. In het vierde blok, Qualitative and Absolute Assessment, geven onze analisten een kwalitatieve opinie over de bedrijven.

De uitkomst van het gehele analyseproces is dat Mirova bedrijven in vijf blokken onderverdeelt: Negative, Risk, Neutral, Positive en Committed. Een 'Negative' bedrijf heeft een sterk negatief effect op het bereiken van de SDGs. Een bedrijf uit de categorie Risk belemmert het bereiken van een of meerdere SDGs. Neutral wil zeggen dat de belegging in lijn is met enkele SDGs, maar de impact beperkt of lastig kwantificeerbaar is. Een bedrijf uit de categorie Positive draagt positief bij aan de SDGs. En een 'Committed' bedrijf levert een bijzonder positieve bijdrage aan het bereiken van de SDGs. In onze rapportages vergelijken we ook graag de verdeling over deze vijf categorieën in de index en onze portefeuille. Wij beleggen niet in bedrijven uit de eerste twee

We zijn impactbeleggers. We plaatsen omgevings- en sociale kwesties helemaal aan het begin van het beleggingsproces.

Kwalitatieve analyse is en blijft een belangrijk instrument bij onze manier van impactbeleggen. Je kunt niet alles in getallen vastleggen.

groepen en daardoor zullen onze allocaties naar de andere drie, SDG-vriendelijkere categorieën, veel groter zijn dan in de respectievelijke indices.'

Kunt u een voorbeeld geven van hoe zo'n Life Cycle-analyse kan uitpakken?

'Samen met Carbone 4, een onafhankelijk adviesbureau gespecialiseerd in de energietransitie, hebben we een methodologie ontwikkeld. Een van onze doelstellingen is het verlagen van de 'carbon footprint'. We kijken naar de CO₂-uitstoot in het productieproces (scope 1), maar ook naar de hoeveelheid energie die door het bedrijf gebruikt wordt (scope 2) en de impact van het product tijdens het gebruik daarvan (scope 3).

Stel, bedrijf A is puur actief in de olie- en gaswinning en -raffinage en bedrijf B maakt steenwol ten behoeve van isolatie van gebouwen. Samen met Carbone 4 rekenen we voor deze bedrijven uit hoeveel de CO₂-uitstoot is per eventueel geïnvesteerde euro. Vervolgens berekenen we ook de hoeveelheid CO₂-reductie per geïnvesteerde euro die de producten opleveren. Vanzelfsprekend zullen de producten die bedrijf A produceert niet leiden tot CO₂-reductie, maar die van bedrijf B wel. In dit voorbeeld is het zo dat de productie van steenwol tot meer uitstoot van fossiele brandstoffen leidt bij scope 1 en 2 samen dan bedrijf A, maar rekening houdend met scope 3 en de CO₂-reductie die gebruik van het product bewerkstelligt, is bedrijf B een veel betere belegging om de carbon footprint te verlagen.

Een ander voorbeeld. Twee bedrijven, een cosmeticabedrijf en een windturbinefabrikant, leveren een vergelijkbare score op in scope 1, 2 en 3. Maar omdat het gebruik van het product bij het eerste bedrijf niet en bij het tweede bedrijf juist wél tot CO₂-reductie leidt, zal het tweede een betere belegging voor ons zijn.'

Alles wordt zoveel mogelijk gemeten?

'Ja, we hanteren de zogeheten 'Key impact indicators'. Zo bereikt de Europese aandelenportefeuille van Mirova op de SDG Climate Action doelstelling een temperatuurstijging van 1,5 graad Celsius tot het jaar 2100, terwijl de index op een stijging zit van 4,6 graden. We vinden trouwens dat we hier in de -2 tot +2 gradenmarge moeten zitten om de opwarming van de aarde tegen te gaan. Voor Gender Equality hebben de bedrijven uit onze Europese

aandelenportefeuille bijvoorbeeld 22 procent vrouwen in de directies zitten, versus 18 procent bij de benchmark. Ook kijken we naar het personeelsbestand, bijvoorbeeld hoe dit groeit over de jaren. Zo bedroeg de gemiddelde groei over het afgelopen jaar van de personeelsbestanden van de bedrijven die wij in portefeuille hebben plus 46 procent versus plus 30 procent bij de bedrijven uit de benchmark.'

Is alles vast te leggen in harde statistieken?

'Nee, er is een complementaire benadering om de impact op de SDGs te meten: de kwalitatieve impact indicators die worden bepaald in het eerder besproken vierde blok uit de analyse. Deze benadering is bedoeld om zo goed mogelijk te beschrijven hoe een belegging bijdraagt aan een van de verschillende impactpilaren. Kwalitatieve analyse is en blijft een belangrijk instrument bij onze manier van impactbeleggen. Je kunt niet alles in getallen vastleggen. Je kunt snel verleid worden door 'bias' van gewogen gemiddelden. Een rivier kan gemiddeld een halve meter diep zijn, maar je kan er wel in verdrinken. Zo bestaat er een bedrijf uit de sector van de hernieuwbare energie dat een probleem heeft met arbeidsrechten. Voor ons is dit dan toch geen goede belegging. We willen de lat voor bedrijven ook niet te laag leggen. De harde, getalsmatige impactindicators, zoals de CO₂-reductie, werkgelegenheidsgroei, percentages vrouwen in de top, zijn in ons beleid gedeeltelijk bepalend. We moeten echt verder kijken dan onze neus lang is. Ik pleit hier ook voor meer innovatieve methodieken die ons in het kader van de realisatie van de SDGs betekenisvolle informatie geven. Wij proberen die intern, maar ook samen met partners, te ontwikkelen. Zo zijn we druk bezig om de impact van een bedrijf op de biodiversiteit vast te leggen in een indicator.' «

Het financieren van de SDGs vereist niet alleen nieuw beleggingskapitaal, maar ook andersoortige beleggingsresearch en -'tools'.

Het puur kijken naar ESG-score leidt tot de valkuil van 'gemiddelde scores'.

Naast kwantitatieve impact indicators blijven kwalitatieve analyses noodzakelijk.

Naast impactbeleggen moeten bedrijven hun financiële prestaties verbeteren door integratie van duurzaamheidskwesities en mag er niet geprofitteerd worden van schadelijke activiteiten.

Impactbeleggen vereist een holistische benadering: er moet ook gekeken worden naar wat er gebeurt in de hele keten waar een bedrijf onderdeel van uitmaakt.

Laten we duidelijk zijn over pensioen

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Met data en feiten uitleggen hoe de wereld werkt. In heldere taal! Dat helpt om tot beter beleid en betere beslissingen te komen, vindt prof. dr. Marike Knoef, hoogleraar Empirische Micro-Economie in Leiden. Financial Investigator sprak met haar.

Dat er zoveel aandacht is voor pensioen, ook vanuit de wetenschap, komt denk ik doordat pensioen zo'n breed onderwerp is. Pensioen gaat over gedragsvraagstukken, zoals spaargedrag en wel of niet vervroegd uittreden. Het gaat over communicatie, actuariële zaken, de financiële markten, vertrouwen, demografie, de gezondheid van mensen. Besluiten over pensioen hebben een grote impact op mensen.

Als kind vond ik origamipapier prachtig. Als je er goed bij nadacht, kon je er hele mooie dingen mee fröbelen. Ik had een pakje van dat papier gekregen van een vriendin. Ik was er verschrikkelijk zuinig mee, net als met verf en andere fijne dingen. Toen ik achttien was en het huis uitging, vroegen mijn ouders mij om mijn kast op te ruimen. Al die heerlijkheden kwam ik toen weer tegen: een half pakje origamipapier, verf, mooie krijtjes. Ik besepte ineens dat ik destijds niet de juiste beslissingen had genomen. Van die fijne dingen had ik kunnen genieten en nu ging ik ze

Het vraagstuk hoe je middelen optimaal over je leven verdeelt, is me blijven boeien.

weggoeien. Goed, het geleden welvaartsverlies was te overzien, maar ik kwam tot een inzicht. Dat er ook zoiets bestaat als te véél sparen.

Het vraagstuk hoe je middelen optimaal over je leven verdeelt, is me blijven boeien. Na mijn afstuderen als econometrist lag het voor mij voor de hand om beleidsrelevant onderzoek te gaan doen. Ook met pensioen kan je te veel sparen. Je kan nu heel zuinig zijn en later ontdekken dat je van wat je gespaard hebt beter had kunnen genieten. Ik wil graag met onderzoek over voorkeuren en gedrag bijdragen aan dat verdelingsvraagstuk.

Goed, al je origamipapiertjes in één week opmaken is ook weer niet de bedoeling. We hebben onderzoek gedaan naar de vermogenspositie van Nederlandse huishoudens. Daaruit bleek dat het spaargedrag van mensen heel gevarieerd is: 20 tot 30 procent spaart te weinig en 20 tot 25 procent spaart veel. Dat hoeft natuurlijk niet té veel te zijn: sommigen zijn risicoavers en willen daarom graag een grote buffer hebben, anderen willen een erfenis nalaten. Te veel is dus niet per se aan de orde, maar wel 'meer dan nodig om het huidige consumptiepatroon voort te zetten'.

Hier vinden we misschien aanknopingspunten voor hoe een nieuw pensioenstelsel eruit zou kunnen zien. In de Kamerbrief van minister Koolmees werd onder meer gesproken over het integreren van wonen en pensioen. Ik kan me daar veel bij voorstellen. Jongeren van nu lossen hun hypotheek volledig af en sparen, als werknemer, verplicht pensioen. Mogelijk wordt er door die combinatie meer gespaard dan echt noodzakelijk is voor zo'n huishouden. We zagen in ons onderzoek ook dat huizenbezitters veel meer vermogen opgebouwd hebben dan huurders. Ook als we corrigeren voor inkomen. Kan je dan zeggen dat de een te



Pensioen gaat over gedragsvraagstukken, zoals spaargedrag en wel of niet vervroegd uitreden. Het gaat over communicatie, actuariële zaken, de financiële markten, vertrouwen, demografie, de gezondheid van mensen.

veel en de ander te weinig spaart? De verschillen zijn in ieder geval zo groot dat het onwaarschijnlijk lijkt dat het hier alleen maar om voorkeuren van mensen gaat. Kan je het beleid zo aanpassen dat de combinatie pensioen en wonen minder gaat wringen?

Voor een bepaald segment van de inkomensgroepen geldt overigens wel degelijk dat men te weinig spaart, zoals bijvoorbeeld voor zzp'ers geldt. Maar dit geldt vooral voor de middengroepen onder de zelfstandigen. Voor zzp'ers met een laag inkomen vervangt straks de AOW immers een groot deel van hun huidige inkomen al en de bovenste 20 procent zzp'ers (en werknemers) heeft het over het algemeen goed voor elkaar. Juist in die middengroep zijn de verschillen tussen werknemers en zelfstandigen groot. De middengroep van de zelfstandigen bouwt beduidend minder pensioen op. Betrek je ook hun spaartegoeden en vermogen in de eigen woning, dan wordt het verschil weer een stuk kleiner. Uitstelgedrag en complexiteit beletten zzp'ers vaak hun pensioen goed te regelen. Ook geanticipeerde spijt kan meespelen: het besef dat je iets moet doen maar daarvoor echt moet gaan zitten en tegelijkertijd vreest dat je verkeerde keuzes maakt waarvan je later spijt krijgt. Dat kan



Afbeelding: Wordwolkn.nl

ertoe leiden dat mensen helemaal geen keuzes maken en daardoor geen pensioen opbouwen. Ook ontbreekt bij veel mensen nog altijd basiskennis over pensioen. Dat de AOW via omslag gefinancierd wordt, bijvoorbeeld. En bij jongeren leeft vaak volop het misverstand dat er straks helemaal geen pensioen voor hen is. Een beter begrip van pensioen zou de zorgen van mensen kunnen verlichten maar ook de politiek kunnen helpen. Ik kan me voorstellen dat door de onwetendheid over pensioen in de samenleving de politiek moeilijker tot besluiten kan komen over onze pensioenen. Zonder basiskennis zijn afwegingen rondom de verhoging van de AOW-leeftijd en de pensioenhervormingen moeilijk uit te leggen.

CV

- 2018-heden: Professor Empirical Micro-Economics, Leiden University
Research in micro-economics, household finance, aging, social security and labor economics
- 2017-heden: Member of the board of directors of Netspar, Tilburg University;
Lid commissie parameters, onder voorzitterschap van Jeroen Dijsselbloem;
- 2019: Visiting lecturer Nyenrode Business University;
- 2017-2019: Visiting lecturer Erasmus School of Accounting & Assurance, executive program 'Certified Pension Executive';
- 2016-2017: Visiting lecturer ScienceWorks, Policy research and evaluation;
- 2015-2019: Visiting lecturer TIAS School for Business and Society, Masterclass pensioeninnovatie;
- 2015-heden: Research fellow Research Centre for Education and the Labour Market (ROA);
- 2014-2015: Sociaal Economische Raad, co-auteur advies toekomst pensioenstelsel;
- 2011-heden: Research fellow Leiden Law School;
- 2011-2012: Senior onderzoeker CentERdata;
- 2006-2011: Junior onderzoeker CentERdata;
- 2006-heden: Research fellow Netspar;
- 2006: Stage Centraal Planbureau;
- 2003: Research assistant, CentER Applied Research;
- 2002-2006: Teaching and research assistant, Tilburg University.

Heden en verleden: diverse nevenfuncties.



Ik denk zeker dat er een ander stelsel nodig is. Vanwege de vergrijzing, de groei van het aantal zzp'ers en de variatie tussen mensen waardoor de 'one-size fits all' benadering knelt.

daar is zeker nog onderzoek naar nodig. Het grote idee erachter is dat je gaat zorgen voor het evenwichtig spreiden van consumptie over de levenscyclus. Faciliteren daarvan is de centrale gedachte. Daar kan het combineren van pensioen en wonen een bevorderende rol in spelen: op momenten dat je veel vermogen in je woning stopt, kan je wat minder in je pensioen stoppen. Andersom, als het beleid wordt losgelaten dat mensen hun hypotheek volledig moeten aflossen, zou je ook aan de hypotheekknop kunnen draaien. Dan kan er weer wat meer naar pensioen. Er zijn nog niet zo veel producten om de woning weer liquide te maken na pensionering, ook dat is weer iets om nader te onderzoeken.

Om de problematiek van die pensioenonbewustheid in een nieuw systeem op te vangen, zijn verschillende richtingen denkbaar. Je kan gedragseconomische beïnvloeding toepassen. 'Nudges', om mensen te helpen goede beslissingen te nemen. Een opt-out-regeling voor zzp'ers is een mogelijkheid, maar de inrichting is wel weer complex. Waar vindt dat automatisch sparen plaats en hoe regel je dat? We doen momenteel ook onderzoek naar flexibele pensioenmogelijkheden. Zzp'ers geven vaak aan flexibiliteit te missen in de bestaande pensioenproducten. Geld dat ze nu in een pensioenproduct stoppen, zit vast. Dat is vervelend als ze volgend jaar geld nodig hebben voor hun bedrijf. Tja, hun bedrijf gaat boven alles. Flexibeler pensioenproducten kunnen misschien uitkomst bieden als de inleg later onder voorwaarden weer vrijgemaakt kan worden. Mogelijk verlagen zulke constructies de drempel om pensioenpremies in te leggen. En als weer vrijmaken toch onnodig blijkt, is die inleg in elk geval gedaan. Die blijft dan waarschijnlijk ook wel zitten. We onderzoeken ook hoe we mensen met goede defaults een duwtje in de goede richting kunnen geven en welke mensen daar gevoelig voor zijn. Meer transparantie zou ook goed zijn. Zoals gezegd, veel jongeren vragen zich af of er later nog wel pensioen voor hen is.

Ik denk zeker dat er een ander stelsel nodig is. Vanwege de vergrijzing, de groei van het aantal zzp'ers en de variatie tussen mensen waardoor de 'one-size fits all' benadering knelt. Vroeger kon je nog sturen op garanties door kleine premieverhogingen. Dat is nu uitgesloten. We zijn veel afhankelijker geworden van de financiële markten. Afschaffen van de doorsneesystematiek zou het beter mogelijk maken om pensioen en wonen met elkaar te combineren. Hoe je pensioen en wonen kan combineren,

Ik houd zo van mijn werk, omdat er veel ruimte is voor nieuwsgierigheid en creativiteit. Naast al dat werken ben ik graag aan het hardlopen, in het bos of in de duinen hier. Op de piano ligt een hele stapel boeken die ik graag wil lezen. Verder houd ik van theater. Gisteren was ik nog bij Veldhuis & Kemper, de cabaretiers. Een favoriet is ook Laura van Dolron, de standup-filosofe en auteur van Liefhebben. Wat een mooi boekje is dat. Als we naar de film gaan, zeggen we altijd even tegen elkaar 'wat was onze laatste film ook alweer?' De laatste indrukwekkende film was *Minding the gap*. Een portret van het leven en de vriendschap tussen drie skateboarders in de VS. «

Pensioen is een breed onderwerp dat iedereen raakt;

Belangrijk inzicht voor een nieuw pensioenstelsel: je kan ook te véél sparen;

We moeten zorgen voor het spreiden van consumptie over de levenscyclus;

De vergrijzing, de groei van het aantal zzp'ers en de knellende 'one-size-fits-all' benadering: er is een nieuw pensioenstelsel nodig;

De pensioenkennis van mensen is laag. Dat kan politieke besluitvorming in de weg staan;

Nieuwsgierigheid en creativiteit zijn mijn drijvers.



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

COLUMN

Institutionele vastgoedbeleggers zijn meer dan alleen investeerders

De miljardeninvesteringen die institutionele vastgoedbeleggers in de BV Nederland jaarlijks doen, oogsten waardering. Maar deze beleggers, die met en voor andermans geld werken, doen meer dan dat.

Naast investeren leveren we kwaliteit, zijn we bereid tot samenwerking en werken we voor de lange termijn. Eerst nog even die investeringen. In de kleine en volledig door de markt verzorgde vrije sector huur (circa 600.000 woningen, met een huur boven € 720 huur per maand) realiseerden de leden van IVBN de afgelopen jaren meer dan 10 procent van de totale jaarlijkse productie van 65.000 nieuwe woningen, overwegend tot een huur van € 1.000 per maand. Dat is meer dan € 1,5 miljard per jaar. De leden exploiteren overigens 75 procent van hun woningen tussen de € 720 en de € 1.000 huur zelf, 10 procent boven € 1.000 en 15 procent beneden € 720.

Onze leden hebben kwaliteit als uitgangspunt. De grootte van de woning, de voorzieningen in de woning en de woonomgeving scoren hoog in ieder Plan van Eisen. Aangezien wij eigenaar blijven en verantwoordelijk zijn voor het jaarlijkse onderhoud, kiezen de leden voor duurzame en onderhoudsarme materialen. Alles is erop gericht maximaal wooncomfort te bieden voor een acceptabele, marktconforme prijs.

Natuurlijk werken we samen met de gemeenten. In goed en rechtstreeks overleg kunnen maatwerkafspraken worden gemaakt over de nieuwbouw. De gemeente zit vaak alleen met de ontwikkelaar aan tafel. Er zijn gemeenten die bij het uitschrijven van de tender nalaten te eisen dat de ontwikkelaar meteen ook de belegger mee laat inschrijven als er een substantieel deel huurwoningen moet komen. Behalve met gemeenten kunnen institutionele beleggers ook prima samenwerken met woningcorporaties. Ze zijn complementair aan elkaar: corporaties voor onder de € 720, beleggers voor

daarboven. Ze begrijpen elkaar en werken beide met een maatschappelijk oogmerk. Die samenwerking moet leiden tot een minder cyclische woningmarkt, waardoor deze drie partijen ook in een crisis kunnen blijven investeren, waardoor bouwcapaciteit behouden blijft. Voor de toekomst moeten we een woonproduct gaan ontwikkelen dat past bij de huidige flexibele arbeidsmarkt en bij een samenleving waarin gebruik belangrijker wordt dan bezit.

De lange termijn is een derde kernpunt. Helaas is in de discussie wat spraakverwarring ontstaan. Gemeenten willen voor midden-huurwoningen een 25-jarige exploitatietermijn, terwijl beleggers het hebben over een 'afsprakentermijn' van 10 tot 15 jaar. De exploitatie van een nieuwbouwcomplex is veelal 30-35 jaar, maar beleggers kunnen niet langer dan 15 jaar bepaalde afspraken met de gemeenten maken over bijvoorbeeld de doelgroep en de jaarlijkse huurverhoging. Aangezien institutionele beleggers hun bezit extern moeten laten taxeren, is er ook een praktisch bezwaar tegen een nog langere afsprakenperiode: taxateurs kijken niet langer dan 15 jaar vooruit, daarna zijn de omstandigheden te onzeker.

Zoals gesteld investeren de leden van IVBN voor de lange termijn. Het beleggen met andermans geld geeft onze leden de verplichting tot prudent, zorgvuldig en maatschappelijk verantwoord investeren met een product dat voldoet aan de woonbehoefte en met een gematigd huurbeleid. Als gemeenten dat gaan begrijpen en hun grondprijzen passend maken voor het product dat erop komt, komen we samen een heel eind! «

VOORZITTER:

Peter Wesselius, *Achmea Investment Management*

DEELNEMERS:

Paul van Gent, *Corestone Investment Management*

Joop Huij, *Robeco*

Erik Hulsegge, *PGGM*

Thomas Kieselstein, *Quoniam Asset Management*

Andreas Poole, *Storebrand Asset Management*

Maarten Roth, *Altis Investment Management*

Daniel Ung, *SPDR ETF (SSgA)*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Quoniam, Robeco, SPDR ETF (SSgA) en Storebrand Asset Management.

Foto's: Ruben Eshuis Photography



VRAAG NAAR FACTORBELEGGEN NEEMT TOE

Door Hans Amesz

Factorbeleggen wordt steeds populairder, vanwege de relatief lage kosten en de transparantie. Bovendien zijn de technieken die factorbeleggers gebruiken, door de beschikbaarheid van veel data, inmiddels voor vrijwel iedereen toegankelijk.



Hoe robuust zijn factorstrategieën? Zullen factorpremies op den duur verdwijnen vanwege hun populariteit?

Paul van Gent: 'De robuustheid van factorstrategieën hangt af van de betreffende factor en hoe die gedefinieerd wordt. Er zijn bijvoorbeeld nogal wat manieren om naar de factorwaarde te kijken. Er is niet altijd sprake van dezelfde definitie. Bij factorstrategieën moet je je ook afvragen of de performance bepaald wordt door het verkleinen van de afstand tussen de koers

De grote trend van de afgelopen jaren is de toenemende populariteit van passief factorbeleggen.

> **Peter Wesselius** is Portfolio Manager aandelen bij Achmea Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor het ontwikkelen en beheren van de wereldwijde kwantitatieve beleggingsstrategieën. Hiervoor was Wesselius werkzaam bij ABN AMRO en Royal Bank of Scotland, waar hij aan het hoofd stond van het Global Quantitative Analysis (Equities) team. Wesselius studeerde Econometrie en Wiskunde (beide Universiteit van Amsterdam) en heeft een MSc in Econometrics and Mathematical Economics (London School of Economics).

en de fundamentele waarde of door het gedrag van beleggers, waar geen fundamentele basis voor is. Dus wees op je hoede, let op dat er nog een theoretische basis voor de performance is en houdt niet alleen vast aan de historische ervaring.'

Erik Hulsegge: 'Wat factorpremies betreft, moet je nagaan of die het gevolg zijn van mispricing of van een beloning voor gelopen risico's.'

Daniel Ung: 'Hoewel de vraag naar factorbeleggen toeneemt, is de omvang te beperkt om de structuur van de markt te veranderen. De vraag naar low volatility neemt bijvoorbeeld toe, maar de markt is nog steeds overwogen naar high volatility. De reden daarvoor is dat actieve managers beloond worden om een benchmark te verslaan, wat vaak geprobeerd wordt met een hogere beta.'





> Paul van Gent is Hoofd Impact Investing and Special Projects bij Corestone en lid van het Investeringscomité. Voorheen was van Gent verantwoordelijk voor Manager Selection bij PME, het Nederlandse bedrijfstakpensioenfonds voor de metaalindustrie. Voordat hij bij PME in dienst trad, was hij hoofd Investment Consulting en verantwoordelijk voor de selectie van externe vermogensbeheerders voor de IBM-pensioenfondsen in de EMEA-regio. Van Gent is Bedrijfskundige, afgestudeerd aan de Technische Universiteit Eindhoven. Hij is lid van de beleggingscommissie van het IBM Nederland pensioenfonds.

Veel actieve managers doen soortgelijke dingen als factorstrategieën, bijvoorbeeld ondergewaardeerde aandelen kopen. Zou dat niet opgenomen moeten worden als onderdeel van de factormarkten?

Ung: 'Veel actieve managers worden geclassificeerd als value managers, terwijl ze eigenlijk niet specifiek op zoek zijn naar de factor value. Dit kan veroorzaakt worden doordat een geconcentreerde portefeuille wordt aangehouden, met de verwachting dat deze aandelen het goed zullen doen. Voor echte factor exposure is het van belang om een voldoende gespreide portefeuille aan te houden.'

Thomas Kieselstein: 'Ik ben het er niet mee eens dat factorbeleggen slechts een zeer klein deel van de totale markt uitmaakt. We moeten ons realiseren dat de technieken die factorbeleggers gebruiken inmiddels voor iedereen beschikbaar zijn. Iedereen heeft Bloomberg en kan op Price/ Earnings of Price/ Momentum screenen. Het is op zijn minst waarschijnlijk dat een simplistische definitie van factoren tot op zekere hoogte kan worden weg gearbitreerd. Ik denk wel dat het nemen van extra (factor)risico in de toekomst beloond zal worden, maar die beloning zal minder zijn dan in het verleden.'

Door zich te committeren aan bepaalde factoren zullen definities en transparantie het risico van crowding en de uiteindelijke verwatering van de factorpremies vergroten. Aan de andere kant verhoogt het toevoegen van verfijning door een continu onderzoeksproces het risico van het najagen van prestaties of ongewenste complexiteit. Hoe vind je een goede middenweg?

Joop Huij: 'De grote trend van de afgelopen jaren is de toenemende populariteit van passief factorbeleggen. De meest genoemde redenen daarvoor zijn transparantie en lage kosten. We hebben hier onderzoek naar gedaan en gezien dat de prijzen van aandelen in populaire factorindices significant omhoog zijn gegaan: meer dan honderd basispunten per transactie over de afgelopen jaren. Ruwweg tweederde van de prijsstijging was het gevolg van crowding en eenderde van front running. We hebben ook gezien dat de effecten in de loop van de tijd groter worden. Dus hoe meer geld er in de index wordt geïnvesteerd, hoe groter het effect.'

Andreas Poole: 'Misschien moet je niet proberen deze indices na te bootsen maar in plaats daarvan je eigen strategieën opbouwen. Ik denk dat elke manager een strategie moet kiezen waarin hij gelooft. Er zijn verschillende strategieën om uit te kiezen, waardoor de zogenoemde 'factor-ruimte' meer gediversifieerd raakt en het risico dat iedereen hetzelfde doet, kleiner wordt.'

Van Gent: 'Daar ben ik het mee eens. Bij factorbeleggen kunnen klanten ook kiezen voor benchmarks die op maat gemaakt worden en die passen bij hun eigen wensen. Je hoeft niet een algemene benchmark te volgen.'

Maarten Roth: 'In de afgelopen jaren hebben veel managers de factor value al aangepast en bijvoorbeeld kredietscores toegevoegd bij de selectie van de aandelen in de value-portefeuille. Door dit soort kleine veranderingen krijg je wel een bepaalde stijldrift waar je voor moet waken.'

Van Gent: 'Managers moeten voortdurend innoveren om voorop



te blijven lopen, dus hebben ze een proces nodig om nieuwe ontwikkelingen in hun strategie te integreren.'

Hulsegge: 'Mijn punt is dat je altijd aan je vooraf geformuleerde hypothesen, je eigen waarheid, moet vasthouden. Je moet een theorie hebben waarom je strategie zou moeten werken.'

Het is tegenwoordig vrij eenvoudig om aan alle benodigde gegevens te komen, dus het is ook vrij eenvoudig om bepaalde strategieën te kopiëren.

Ung: 'Er zijn inderdaad veel gegevens beschikbaar en het is mogelijk om een strategie te kopiëren, maar er zijn inmiddels zoveel strategieën dat het complex is geworden om de juiste strategie te vinden.'

Sommige factorstrategieën zijn relatief eenvoudig en goedkoop te implementeren, maar niettemin aanzienlijk minder liquide dan market cap portfolio's. Zijn er, gezien hun populariteit bij grote institutionele beleggers, twijfels over de capaciteit van dergelijke strategieën?

Kieselstein: 'Er bestaat geen transparantie over de hoeveelheid assets die wordt gemanaged in bepaalde indexconcepten. Dat kan een groot probleem worden als beleggers bijvoorbeeld ineens snel ergens uit willen stappen.'

Van Gent: 'Houdt dat in dat bezitters van activa wereldkundig zouden moeten maken waarin ze beleggen? Ik hoop van niet.'

Kieselstein: 'Dat zullen ze waarschijnlijk nooit doen, maar het probleem is dat we in een situatie terecht kunnen komen waarin veel beleggers min of meer dezelfde portefeuilles hebben en niemand weet van hun bestaan.'

De resultaten van factoreffecten variëren aanzienlijk tussen verschillende implementaties van dezelfde factor en verschillende combinaties van factoren. Hoe kunnen we daar het beste mee omgaan?

Het idee om van een factor die de laatste tijd slecht gepresteerd heeft over te stappen op een factor die het in die tijd juist goed heeft gedaan, is niet erg verstandig.

Poole: 'We proberen een risicopremie voor de zeer lange termijn vast te leggen, maar houden ook de kortetermijnresultaten in de gaten. We moeten naar het grote geheel kijken: als er sprake is van een maand underperformance, wil dat niet zeggen dat onze strategie niet werkt.'

Roth: 'Er moet sprake zijn van een robuuste strategie, die niet alleen wordt gedreven door één of twee meeteenheden binnen die factor. Binnen de factor 'value' is er bijvoorbeeld een grote dispersie tussen de rendementen van de verschillende waardesignalen. Als je die op de juiste manier mixt, heb je een robuustere factor. Dit is een belangrijk onderdeel van hoe we de goede en middelmatige managers van elkaar scheiden.'

Huij: 'Je kunt diversifiëren over de factoren heen, maar ook binnen één factor. Je kunt dat doen vanuit verschillende definities. Dit maakt ook een onderscheid tussen een goede en middelmatige beleggingsstrategie.'

Van Gent: 'Vermogensbeheerders moeten zich richten op wat zij het beste vinden om een bepaald door de klant gewenst doel te bereiken. Je kunt dus niet bij voorbaat zeggen wie een goede of slechte manager is, want dat hangt af van de wensen van de klant. Pas als je weet welk doel de klant heeft, kan je gaan analyseren welke manager goed zou kunnen zijn om dat doel te bereiken.'

Moet de asset owner hierbij worden betrokken of moet alleen de portfoliomanager zich hiermee bezighouden?

Kieselstein: 'Eigenaren van assets worden steeds meer betrokken bij deze beslissingen, maar er blijft sprake van een

> **Joop Huij**, PhD, is Hoofd Factor Investing Equities en Factor Indices bij Robeco. Hij heeft een deeltijd-positie als Associate Professor of Finance aan de Rotterdam School of Management en publiceerde in *Journal of Banking & Finance*, *Journal of Empirical Finance*, *Journal of Financial Markets* en *Financial Analyst Journal*. Hij begon zijn carrière als onderzoeker in 2007. Hij heeft een Finance PhD van de Rotterdam School of Management en een Informatics & Economics Master (cum laude) van de Erasmus Universiteit.





> Erik Hulsegge is de Lead Portfolio Manager van het Systematic Equity Strategies team bij PGGM Investments. In deze rol is hij verantwoordelijk voor de ontwikkeling en het beheer van de factor gedreven aandelen portefeuilles. Voordat hij in 2015 bij PGGM begon werkte Hulsegge bij Achmea Investment Management alwaar hij verschillende kwantitatieve en fundamentele strategieën ontwikkelde voor de aandelenportefeuilles. Hij begon zijn carrière als researcher bij SPF Beheer. Hulsegge heeft een master degree in Econometrie (RuG).

grijs gebied met betrekking tot wie welke verantwoordelijkheid neemt. Ik denk dat er nog meer interactie moet komen tussen asset owners en asset managers. Het moet duidelijk zijn wat de klant wil en welke doelstellingen worden nagestreefd.'

De prestaties van de factor 'value' zijn de afgelopen tien jaar nogal teleurstellend geweest. Verdient deze factor zijn populariteit nog altijd? Zou er niet meer aandacht moeten zijn voor factoren die meer effectief zijn?

Hulsegge: 'Het hangt allemaal af van de gebruikte definitie van 'value'. Met andere woorden: welke factoren kies je hiervoor? Daarnaast is het van belang hoe je de waardefactor voor investeringen en risico's beheerst. Corrigeer je wel of niet voor sectorverschillen?'

Van Gent: 'Als je in staat zou zijn te weten te komen wat de toekomstige kasstromen zijn, weet je dus dat de ene investering meer cashflow oplevert dan de andere. Dat is dan de waarde, niet hoe de beurs dat vandaag waardeert. Als je vertrouwen hebt in je definitie van value, zou je met een gerust hart kunnen wachten totdat de markt dit ook ziet, al kan dat lang duren. Als je waarde wel gedefinieerd hebt, krijg je waarschijnlijk te maken met onbedoelde andere exposures, zoals naar volatiliteit, grootte, momentum of kwaliteit, die je niet ook managet.'

Huij: 'Het idee om van een factor die de laatste tijd slecht gepresteerd heeft over te stappen op een factor die het in die tijd juist goed heeft gedaan, is niet erg verstandig. Dat blijkt uit recent door ons uitgevoerd onderzoek. Ik zeg niet dat timing onmogelijk is, maar het is op zijn minst buitengewoon moeilijk.'

Kieselstein: 'We moeten niet al te procyclisch zijn als het erom gaat een valuefactor te onderwegen. Maar er is misschien één element dat het traditionele waardebeleggen bemoeilijkt en dat is het veranderende bedrijfsmodel van veel ondernemingen. Er is een verschuiving gaande van het maken van producten naar het leveren van diensten. Bij het waarderen van bedrijven worden immateriële activa steeds belangrijker. Er zijn schattingen dat tussen de 70 en 90 procent van de marktkapitalisatie van de S&P 500 bestaat uit immateriële

activa. Aan de andere kant worden materiële activa in bijna alle waarderingen gebruikt als waardedimensie. In essentie betekent dit dat we de manier waarop we waarde meten, moeten heroverwegen en verbeteren. Dat is niet eenvoudig.'

Hulsegge: 'In de jaren negentig hadden we hetzelfde probleem. Value werkte toen volstrekt niet. Ik herinner me dat mensen toen met nieuwe waarderingmethoden kwamen, zoals real options, om de extreem hoge waarderingen te rechtvaardigen.'

Van Gent: 'Het voorspellen van waarde is het verdisconteren van toekomstige kasstromen. Dat lukt beter door de beschikbaarheid van steeds meer kwalitatieve en kwantitatieve data. Nu wordt in quantstrategieën vooral naar het verleden gekeken in plaats van vooruit. Kijken in de achteruitkijkspiegel is niet de meest ideale manier om een auto naar voren te rijden.'

Low Volatility/Minimum Variance strategieën hebben het geweldig gedaan, mede door een gunstig renteklimaat. Moeten beleggers geld blijven alloceren naar deze strategieën, ook als zij verwachten dat de rente zal stijgen?

Ung: 'Er bestaat geen overtuigend causaal verband tussen de rentevoet en betere of slechtere prestaties van low volatility-strategieën. Uit een onlangs gepubliceerde studie in de 'Journal of Index Investing' blijkt dat de causaliteit afhangt van de periode waar je het over hebt, wat betekent dat de relatie met de rente niet zo robuust is. Ook als de rentevoet van invloed zou zijn op low vol strategieën, is het omgekeerde niet per se waar: strategieën met een hoge volatiliteit profiteren ook niet standaard van een hogere rente.'

Poole: 'De afgelopen jaren is de rente zo laag geweest, dat obligaties zeer aantrekkelijk zijn geworden. Het op één na beste qua risico was geld in low vol-aandelen steken. Er zijn echter meer verklaringen voor het feit dat low vol strategieën hebben gewerkt. Er zijn dus goede redenen om, ondanks een heel lage rentevoet, in deze strategieën te blijven investeren.'

Kieselstein: 'Het is afhankelijk van je doelstelling. Als je vooral

kijkt naar voor risico gecorrigeerde rendementen of Sharp ratio's, kunnen low volatility-strategieën nog steeds een superieure belegging zijn. Als het voornaamste doel een hoger rendement is, het leveren van een betere prestatie dan market cap-kapitalisatie, ben ik er niet zo zeker van dat dit bereikt kan worden met een extreem lage volatiliteit van de portefeuille.'

Van Gent: 'Deze vraag gaat eigenlijk over timing. Kun je timen wanneer een strategie het goed zal doen en wanneer niet? Het is mogelijk dat iemand over deze vaardigheden beschikt, maar het blijkt erg moeilijk en ik zou niemand adviseren om te proberen te timen totdat je iemand gevonden hebt die dit kan.'

Roth: 'Een multifactorstrategie kan zodanig geconstrueerd worden dat er gecontroleerd wordt op andere niet-gewenste risico's, zoals mogelijk renterisico. Daarnaast zullen de andere factoren, bijvoorbeeld waarde en mogelijk momentum, het risico verminderen.'

Hoe valt het nut van een investering in een actieve, passieve of factorstrategie te meten? Zijn de implementatiekosten naar behoren verantwoord?

Huij: 'De meesten van ons zijn het erover eens dat de investeerbaarheid kan worden gemeten aan de hand van verschillende liquiditeitsmaatstaven. Daar is veel onderzoek naar gedaan, dat kan worden gebruikt voor actieve, passieve en factorstrategieën. Wordt er goed rekening gehouden met de implementatiekosten? Dat is een van de grootste hiaten in de kennis die we hebben over zowel actief als passief als factorbeleggen. Dit heeft natuurlijk ook veel te maken met een gebrek aan gegevens, aangezien er niet veel grote datasets zijn die teruggaan in de tijd. De meest dominante modellen die worden gebruikt, zijn gebaseerd op gegevens waarvan je je moet afvragen of ze nog steeds representatief zijn.'

Kieselstein: 'De ramingen van de implementatiekosten moeten echt worden afgestemd op het volume van de verhandelde effecten. Zodra je immers boven bepaalde drempels komt, bijvoorbeeld 10 procent handelsvolume, is de kans groot dat de



implementatiekosten aanzienlijk zullen stijgen en daar is in de meeste backtesting-omgevingen niet goed rekening mee gehouden. Zij houden niet echt rekening met de werkelijke handelsgegevens, wat ik erg belangrijk vind.'

Wat is een goede benchmark voor het evalueren van een factormodel?

Roth: 'Daar is eigenlijk geen eenduidig antwoord op te geven. Veel benchmarks worden nog altijd naar marktkapitalisatie gewogen. Factorindices kunnen ook sterke concentraties hebben naar landen en sectoren.'

Van Gent: 'Als je eenmaal gekozen hebt voor een factorstrategie, zou je een benchmark moeten kiezen die een afspiegeling is van wat de manager van plan is te doen, om de implementatie daarvan op een goede manier te meten. Om op de lange termijn de keuze voor een bepaalde factorstrategie te kunnen beoordelen, denk ik dat een marktkapitalisatie-benchmark de meest neutrale index is, en daardoor de beste langetermijnmaatstaf.'

Kieselstein: 'We moeten accepteren dat bijna alle implementaties van factorbeleggen tot op zekere hoogte actief

> **Thomas Kieselstein, CFA**, is mede-oprichter en Chief Investment Officer van Quoniam Asset Management. Als CIO houdt hij toezicht op de Equity, Fixed income en multi asset investment teams. Voordat Kieselstein werkzaam was bij Quoniam werkte hij voor de DZ Bank en Dresdner Bank Investment Group. Al sinds 1994 ontwikkelt hij kwantitatieve beleggingsprocessen voor multi-factor aandelenstrategieën. Kieselstein behaalde zijn Msc. in Engineering aan de Universiteit van Karlsruhe.





> **Andreas Poole** trad in 2008 in dienst bij Storebrand Asset Management als Senior Portfolio Manager bij het quant-team voor wereldwijde aandelen. Sinds 2011 is hij portfolio manager van Storebrand's grootste factorfonds, Storebrand Global Multifactor. Eerder was hij werkzaam bij de IT-bedrijven Data Nova en Tieto Enator. Poole heeft gestudeerd aan de Norwegian University of Science & Technology (Master of Science, 2003) en behaalde zijn MBA aan de Norwegian School of Economics in 2008.

zijn. Het is erg moeilijk om de ene implementatie met de andere te vergelijken. Dat betekent niet dat we die informatie niet moeten laten zien. Het is zeker interessant om te zien hoe factorindices zich ontwikkeld hebben, maar laten we de klanten niet vertellen dat het om een passieve benchmark van het betreffende fonds gaat. Het is informatie, zoals sector- of stijljrendement.'

Factorbeleggen kan onder meer worden toegepast door een geïntegreerde multifactorbenadering of door te alloceren naar single factor-strategieën. Is een geïntegreerde aanpak altijd efficiënter?

Poole: 'Ik denk niet dat een geïntegreerde aanpak altijd beter is. De veronderstelling dat er een lineair verband is tussen exposure en verwacht rendement, gaat niet altijd op. Bij de geïntegreerde aanpak kom je meestal uit op aandelen die redelijk goed presteren op meerdere factoren, maar die niet hetzelfde verwachte rendement hebben als de specialistische aandelen die echt goed zijn op factorgebied.'

Kieselstein: 'Een single-factorbenadering is waarschijnlijk goed genoeg om een lage tracking error te bereiken. Voor klanten die hierop uit zijn, is dat ook eenvoudiger te begrijpen.'

Maar hoe meer activiteit in de portefeuille, hoe efficiënter een geïntegreerde aanpak. Dat dit laatste efficiënter is, heeft ook te maken met het feit dat alle informatie over een aandeel op hetzelfde moment wordt geanalyseerd.'

Ung: 'Een single-factorbenadering leidt over het algemeen tot een zeer lage tracking error. Beleggers die de effecten van verschillende economische cycli willen gladstrijken, kunnen beter kijken naar een bottom-up, geïntegreerde factorbenadering. Op deze manier krijgen ze een betere factorexposure.'

Is voor aandelenfondsen met meerdere factoren het doel om het voor risico's gecorrigeerde rendement te maximaliseren in strijd met het doel om een marktbeta van 1 te hebben? Zo ja, welk doel moet dan prioriteit krijgen?

Poole: 'In Noorwegen zijn veel multifactorfondsen die een zeer laag risico lijken te hebben en waarvan sommige een beetje lijken op fondsen met een lage volatiliteit. Veel multifactorbeleggers kiezen vier factoren: waarde, momentum, kwaliteit en lage volatiliteit. De eerste twee zijn hoge en de andere twee lage betafactoren. Als je deze vier factoren combineert, komt er niet een samenvattende beta uit.'

Hulsegge: 'Het maakt natuurlijk verschil of je doel het behalen van een zo hoog mogelijk rendement is of het bieden van een mate van bescherming. Dat moet in de portefeuille weerspiegeld worden, eindigend wellicht met een portefeuille die een lagere beta dan 1 heeft.'

Roth: 'Met multi-factor kijken we meer naar de Information Ratio dan naar de Sharpe Ratio. De strategie moet goed kunnen presteren in bijna alle markten. Hoewel de beta iets lager is dan 1, zou dit niet moeten betekenen dat de strategie altijd achterblijft in opgaande markten.'

Ung: 'Over het algemeen zijn beleggers in multi-factorstrategieën op zoek naar spreiding en een betere balans tussen risico en rendement. Dit betekent vaak dat een portefeuille minder volatiliteit kent, een lagere beta laat zien en dus minder cyclisch is.'



Moet een niveau van factor-timing worden geïntegreerd in multi-factorstrategieën?

Huij: 'Timing is volgens mij het veranderen van factorgewichten met de bedoeling het rendement te verhogen door factorpremies te voorspellen. Ik geloof dat het juist is om de gewichten van een factorstrategie in de loop van de tijd dynamisch aan te passen, bijvoorbeeld omdat de voorkeuren van de klant veranderd zijn. We werken dus veel samen met klanten met betrekking tot de allocatie naar factoren in hun portefeuilles. Ik denk dat het een goed idee is om aan holistisch risicobeheer te doen. Als er iets gebeurt in de portefeuille, zou je die informatie vanuit het oogpunt van risicomanagement in de factorportefeuille kunnen opnemen. Overigens, je kunt een beetje aan timing doen, maar het zou een klein deel van je risicobudget moeten betreffen.'

Ung: 'Ondanks dat de factor timing controversieel is en als lastig wordt ervaren, zijn veel analisten het er over eens dat ook factoren in een bepaalde cyclus bewegen. Wij onderzoeken op dit moment het effect van timing in multi-factorstrategieën.'

Poole: 'Een groot probleem bij timing is dat er maar weinig waarnemingen zijn. Het is een onderwerp voor data mining of data snooping en dat is de reden waarom veel multifactormanagers proberen het hele timingprobleem te vermijden.'

Hulsegge: 'Wij zijn ons allemaal wel enigszins bewust van het sentiment in de markt en de stand van de economie. Uit onderzoek dat ik heb gedaan, blijkt dat dit bewustzijn niet leidt tot de juiste signalen en genoeg duidelijkheid verschaft over het risico dat genomen kan worden.'

Van Gent: 'Als selecteur hoop je dat je managers kunt vinden die kunnen timen. We willen zeker niet iemand de mogelijkheid ontzeggen het te proberen, maar zij moeten wel bewijzen dat ze het daadwerkelijk kunnen. Tot nu toe hebben we nog geen manager gevonden die dit overtuigend kan. We zijn dus niet principieel tegen timen, alleen lijkt het in de praktijk nauwelijks mogelijk.'



Kieselstein: 'Factorrisico verandert in de loop van de tijd, dus factorbeleggen zonder risicomanagement is een slechte zaak. Dat betekent dat je waarschijnlijk aan een zekere factortiming zou moeten doen in termen van het toewijzen van een risicobudget. Bovendien kan je een soort van lange termijn factortiming gebruiken als je van mening bent dat bepaalde factoren die niet langer efficiënt zijn, na verloop van tijd een lager gewicht moeten krijgen.'

Roth: 'Als je aan het multifactorproces een extra lage timing toevoegt, is dat een extra brug die je moet nemen om de strategie uit te leggen aan klanten. Het heeft dus niet onze voorkeur.'

Technieken uit de datawetenschappen zijn de laatste jaren steeds populairder geworden. Maken jullie daar gebruik van?

Kieselstein: 'We gebruiken ze wel, maar niet op een manier die meer dan tien tot vijftien procent van het model in beslag neemt. Ik denk dat we de komende jaren een soortgelijke technologische verandering zullen zien als in de jaren negentig. Destijds was het mogelijk om voor het eerst honderduizenden aandelen op vele financiële ratio's te screenen. De huidige

> **Maarten Roth** is Senior Portfolio Manager Equities bij Altis Investment Management. Zijn verantwoordelijkheden liggen bij de selectie & monitoring van externe managers. Na bijna 5 jaar in een vergelijkbare functie bij Blue Sky Group is hij in 2017 bij Altis aan het werk gegaan. Roth is in 2009 begonnen als Equity Derivatives Trader bij All Options. Hij is afgestudeerd in Financiële Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Belangrijke werkgebieden in zijn carrière zijn onder andere 'factor investing' en strategieën gebaseerd op de volatiliteits risicopremie.





> **Daniel Ung**, Vice President, is senior SPDR ETF-strateeg bij State Street Global Advisors (SSgA). Hij is verantwoordelijk voor het uitvoeren van research op SPDR ETF's met focus op Smart Beta. Voor SSgA was Ung Director van Global Research & Design bij S&P Dow Jones Indices. Daarvoor werkte hij bij Barclays Wealth and Investment Management en BNP Paribas Fortis Bank. Hij bezit een masterdiploma van de Ecole Supérieure de Commerce de Paris (ESCP Europe) en is CFA, CAIA en FRM-charterholder.

extreem grote datasets gaan veel verder in termen van omvang en snelheid van informatie en we hebben nieuwe technologieën nodig voor analyse en evaluatie.'

Institutionele beleggers, maar ook hun klanten, richten zich steeds meer op het integreren van ESG-gegevens in hun beleggingsproces. Waar zal deze trend toe leiden?

Van Gent: 'Als je van mening bent dat een laag risico gepaard gaat met een laag rendement, zou een goede ESG-invulling logischerwijs tot een lager rendement moeten leiden. Ik denk echter dat we nu in een periode zijn beland waar je fatsoenlijk geld kunt verdienen met goed zijn in ESG. Echter, op de lange termijn, als ESG gemeengoed is geworden, zal een bedrijf dat goed scoort op het gebied van ESG een lager risico hebben.'

Hulsegge: 'Het is heel goed mogelijk dat ESG-risico's niet goed worden verdisconteerd door de markten.'

Kieselstein: 'Als één bepaalde methode voor het meten van ESG

de markt domineert, is er mogelijk een probleem, namelijk dat er veel vraag is naar aandelen met goede ESG-metingen volgens die methode en dat ze duur worden. Niet iedereen maakt gebruik van ESG-scores, maar over twee of drie jaar zal dat waarschijnlijk wel het geval zijn. Dat moeten we goed in de gaten houden.'

Poole: 'ESG is voor mij een kwaliteitsfactor. De beste ESG-bedrijven zijn ook de beste kwaliteitsbedrijven en zullen op de lange duur financieel beter presteren.'

Om op de lange termijn de keuze voor een bepaalde factorstrategie te kunnen beoordelen, denk ik dat een marktkapitalisatie-benchmark de meest neutrale index is, en daardoor de beste langetermijnmaatstaf.

CONCLUSIE

De robuustheid van factorstrategieën hangt af van de betreffende factor en hoe die gedefinieerd wordt. Wat factorpremies betreft, moet je nagaan of die het gevolg zijn van mispricing of van een beloning voor gelopen risico's. De grote trend van de afgelopen jaren is de toenemende populariteit van passief factorbeleggen. De meest genoemde redenen daarvoor zijn transparantie en lage kosten. Het idee om van een factor die de laatste tijd slecht gepresteerd heeft over te stappen op een factor die het in die tijd juist goed heeft gedaan, is niet erg verstandig. Dat blijkt uit onderzoek. De afgelopen jaren is de rente zo laag geweest dat obligaties onaantrekkelijk zijn geworden. Het qua risico op één na beste was geld in low volatility-aandelen steken. Er zijn meer verklaringen voor

het feit dat low vol-strategieën hebben gewerkt, dus er zijn goede redenen om, ondanks een lage rentevoet, in deze strategieën te blijven beleggen. Over het algemeen zijn beleggers in multifactorstrategieën op zoek naar spreiding en een betere balans tussen risico en rendement. Dit betekent dat een multifactorportefeuille minder volatiliteit kent, een lagere beta laat zien en dus minder cyclisch is. Timing is het veranderen van factorgewichten met de bedoeling het rendement te verhogen door het voorspellen van factorpremies. Factorrisico's veranderen in de loop van de tijd, dus factorbeleggen zonder risicomanagement is een slechte zaak. Er moet waarschijnlijk aan een zekere factortiming worden gedaan in termen van het toewijzen van een relatief klein risicobudget.



COLUMN

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

Onverwachts hoge impliciete kosten bij passief beleggen

Strak benchmarks volgen, blijkt een kostbare zaak. Ongemerkt profiteren slimme beleggers van voorspelbaar beleggingsgedrag bij wijzigingen in indices. Dat kost tientallen basispunten volgens recent onderzoek. Tijd om in te grijpen!

In de jaren '90, toen beleggingsfondsen erg populair waren geworden, werkte ik bij een groot beleggingshuis. Op mijn werk leefde de vraag in hoeverre de portefeuillemanager tegenover klanten transparant kan zijn over zijn beleggingen. Ze waren erg terughoudend. Je laat je niet in je kaarten kijken. Anderen kunnen daarvan profiteren als ze weten wat je gaat doen. Frontrunning, ofwel aandelen kopen met de kennis van aanstaande grote transacties, is altijd al een lucratieve business geweest, totdat het uiteindelijk verboden werd. Betekent dit dat frontrunning daarmee niet meer voorkomt? Integendeel, er is een legale versie waar veel aan verdiend wordt. Wat is er aan de hand?

Steeds meer partijen komen tot de conclusie dat passief beleggen beter is dan actief beleggen. Het is goedkoper en je voorkomt underperformance. Dat scheelt veel discussie in bestuursvergaderingen en met deelnemers. Om goed in control te zijn, geef je de opdracht om precies de benchmark te volgen: je koopt aandelen pas op het moment dat die in de index worden opgenomen en ook tegen de slotkoers. Voila, de garantie dat je keurig het rendement van de index krijgt! Punt is alleen dat de hele wereld in je kaarten meekijkt en precies weet welke transacties je gaat doen. Indexwijzigingen worden namelijk al ruim van tevoren aangekondigd. Slimme beleggers anticiperen daarop met een legale vorm van frontrunning en zorgen zo voor hogere aanschafprijzen. Deze mee-eters snoepen zo flink mee van de pensioenkoek.

In mijn column van vorig jaar oktober schreef ik dat het tijd werd voor passief 2.0, waarbij je je niet in je kaarten laat kijken. Hoeveel last hebben we van die mee-eters bij

passieve beleggingen? Joop Huij van Robeco schat de impliciete kosten voor de MSCI low vol index op 16 basispunten (0,16%) per jaar. Recenter onderzoek van Rene Kuil van PGGM neemt meer indexwijzigingen mee en komt op 44 basispunten. Dit is verrassend hoog: vele malen meer dan de gewone managementfee!

In een besloten seminar afgelopen april hebben we dit met vijftig beleggers besproken. Het kan toch niet waar zijn dat passieve beleggers zich zo de kaas van hun brood laten eten? Als we het verkeerd zien, help ons! In een levendige discussie bleek dat ervaren beleggers dit herkennen en er ook gebruik van maken. De verbazing kwam pas echt bij het zien van de resultaten: zulke hoge impliciete kosten hadden ze niet verwacht. En daarbij is de verwachting dat deze effecten verder stijgen met de sterk toenemende populariteit van passief beleggen. Veelgebruikte algemene indices als MSCI World, hebben vergelijkbare impliciete kosten. Als van de 1.500 miljard euro aan pensioenbeleggingen een kwart in passieve beleggingen zit, dan is het waardeverlies voor de pensioensector al gauw honderden miljoenen per jaar. Daar kunnen die slimme beleggers mooie auto's van rijden!

Het is niet een onderwerp dat snel wordt opgepakt door pensioenbeleggers. Het zit in de hoek van operationeel excellence en trading. Beleggers zijn meer georiënteerd op product leadership en beheersbaarheid. In het belang van de deelnemers is het wel zaak dit op de radar te zetten! Doe een risico-analyse op mee-eters bij passieve beleggingen en neem afdoende mitigerende maatregelen om het te voorkomen. Dat is geen hogere wiskunde en levert veel op. «

ADVANTAGES OF MULTI-FACTOR APPROACHES IN FIXED INCOME

By Andrea Dacquin

Factor-based strategies are increasingly being used not only for equities, but also for bonds. It is crucial for investors to look closely at the details, because the different systematic approaches can vary considerably.

An important incentive in the use of factor-based strategies in fixed income markets is that of risk reduction, which is achieved by diversification over a number of factor classes that have low correlations with one another. Another incentive is the prospect of a higher extra return. A systematic, factor-based evaluation of the corporate bond universe not only allows the usual large issuers to be considered, but also enables investment opportunities to be seized more effectively among smaller issuers who have less research coverage. Manager diversification is another argument in favour of using multi-factor investing. The distribution of outperformance for a factor-based approach differs from the distribution experienced with regard to a traditional

investment approach, in terms of size and timing. The former thus also complements the latter in a meaningful way in the management of institutional fixed income investments.

COMPLEXITY AND COMBINATION OF FACTORS

Academic studies have shown that there are many hundreds of factors that have systematically led to excess returns in the past, compared to traditional indices based on market capitalisation. To simplify matters, however, the vast majority of factors can be grouped into a few superordinate styles. In contrast to equity investments, the correct modelling of downside risks is particularly important in the case of bonds, which is why fair value models

that relate valuation and risk to one another are suitable. Enhanced by the 'Quality' and 'Sentiment' (Momentum) factor categories, a balanced multi-factor approach results. On the one hand, the complexity of the calculation of the factors has a decisive influence on the result, and this is where a detailed approach - with enhanced data input - is advantageous. On the other hand, the way in which factors are combined is also relevant: in principle, investors can choose between a mixture of portfolios made up of single factors (a top-down approach) or a mixture of factor signals at single-issue level as part of an integrated multi-factor approach (a bottom-up approach). The factor exposure of the overall portfolio in the top-down approach is low due to negative correlations between the individual factor groups: it must therefore be obtained through very distinct positioning within the individual portfolios. Therefore, it seems that the top-down approach is not very practicable, particularly in fixed-income, as such extreme single-factor portfolios are unlikely to be implementable. With an integrated multi-factor approach, the factor signals are combined at the level of single securities, taking into account duration and yield curve risks. Such an active factor investing approach focuses on utilising issue-specific information inefficiencies, and not just on simply replicating risk premia.

Photo: Archive Quoniam AM



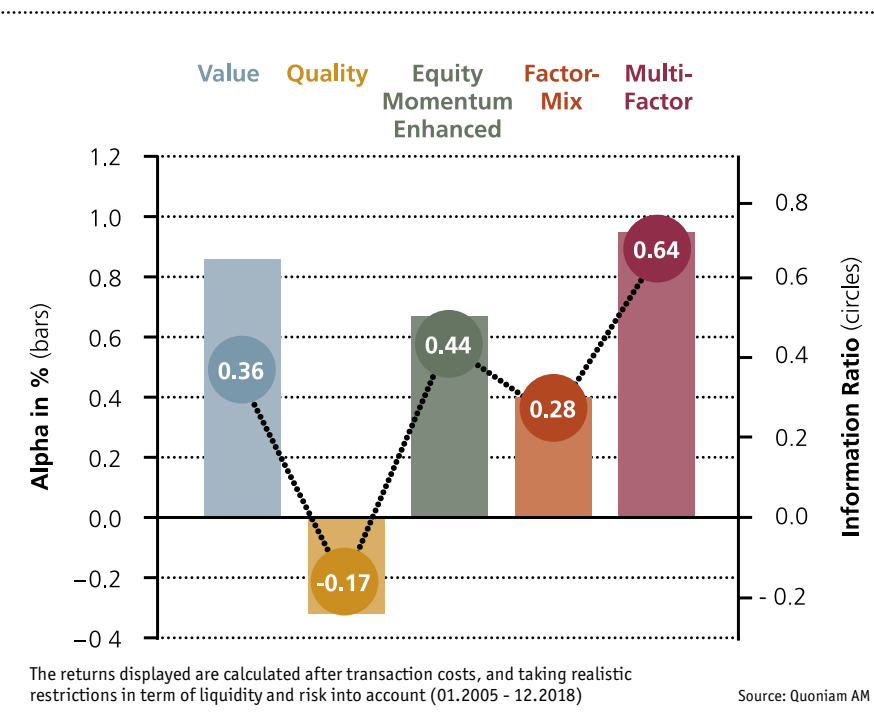
Andrea Dacquin

EMPIRICAL ANALYSIS OF DIFFERENT APPROACHES

The effects of these two different approaches can be illustrated by means of an empirical study. In order to illustrate single factor returns, the figure shows long-only-portfolios over a period from January 2005 to December 2018. The investment universe comprises 11,367 bonds ranging from AAA to BBB in ratings. First, three individual factors were considered: 'Value' – which relates a model spread to the market spread in order to determine the attractiveness of a security's valuation; 'Quality' – which aggregates key parameters, including those relating to profitability, leverage and solvency, and finally 'Equity Momentum' – which measures the risk-adjusted performance of the underlying share over a period of 12 months. Second, the results of the factor mix strategy and the multi-factor strategy are presented. The former combines three individual factors with a ratio of 40 per cent 'Value', 40 per cent 'Equity Momentum' and 20 per cent 'Quality'.

As a result, it is obvious that the bottom-up multi-factor strategy, with an alpha of 0.95 per cent and an information ratio (IR) of 0.64, is clearly preferable to a capital-weighted benchmark. With an IR of 0.64, the multi-factor strategy also achieves significantly better results than the factor mix's IR of 0.28. Incidentally, it makes obvious sense to add 'Quality', a strategy that displays a negative alpha at single factor level. Even if the correlation between 'Value' and 'Quality' is not

Figure 1: Empirical analysis: multi-factor beats factor mix



constant over time, both factors are fundamentally opposed. This is particularly noticeable during times of crisis. In such a scenario, 'Quality' – on average, more expensive than the market average – will become (even) more expensive, but 'cheaper' again when the economy recovers. This trade-off between 'Value' and 'Quality' in corporate bonds means that by adding 'Quality' in times of crisis, unwanted tail risks can be reduced. The cushioning effect of mixing factors in these times more than offsets the marginal performance loss experienced during calm market periods. Thus, the maximum drawdown of the multi-factor strategy (-14 per cent) is markedly lower compared to the value strategy (-28 per cent) and the benchmark (-17 per cent).

INTEGRATION OF SUSTAINABILITY INTO FACTOR STRATEGIES

We now manage more than 40 per cent of our total assets on the basis of sustainable investment criteria. The prerequisite for the efficient integration of sustainability aspects into quantitative factor strategies is to have a high-tech infrastructure for

processing data, with suitably reliable data sources. In principle, sustainability aspects can be integrated into a quantitative investment process in two ways. First, negative screening identifies issuers with problematic business practices, such as child labour, or problematic business activities – involving the production of weapons of mass destruction, for example. The second way allows quantitative sustainability measures such as ESG scores or the carbon footprint of issuers to be integrated into the portfolio construction. However, this approach also emphasises the importance of ensuring that the primary investment objectives, such as risk-adjusted performance, are not compromised. The way in which sustainability aspects are considered also depends to a large extent on individual client preferences, for example there are major country-specific deviations in respect of the use of nuclear energy. «

An important incentive in the use of factor-based strategies in fixed income markets is that of risk reduction.

This article is written by Andrea Dacquin, Head of Fixed Income, Quoniam Asset Management.

THE BENEFITS OF VARIABLE BETA STRATEGIES

By David Schofield

The return of volatility has meant portfolio responsiveness needs to improve in the new market dynamics. Variable beta strategies provide greater resilience and can help contribute toward achieving long-term outcomes.

Risk and return assumptions are key to strategic asset allocation, but they are often static and leave investors with unchecked downside risk.

While it may be necessary to maintain a static strategic allocation, it would be prudent to incorporate more beta flexibility within the equity portion as a means of adapting to market regimes. This approach potentially reduces risk without changing the return profile, improves compounding and can encourage more disciplined savings behavior.

Variable beta strategies attempt to do just that. These strategies adapt automatically to risk regimes in order to protect on the downside and participate in the upside.

This approach can be incorporated into an asset allocation in two different ways:

1. reduce total portfolio volatility while maintaining equity exposure.
2. maintain total portfolio volatility while increasing equity exposure.

We illustrate the benefits of adding a variable beta strategy to an asset allocation model within a target-date investment strategy. Target-date strategies are popular in defined contribution plans, but are limited by their static assumptions. These assumptions often ignore the impact of equity drawdowns.

Our goal is to reduce portfolio volatility while matching the equity exposure of the Base Case.

Our analysis uses the Morningstar Lifetime Allocation Moderate Index as a 'Base Case', a robust benchmark for target-date strategies. We create two alternative glide

path models by substituting part of the equity allocation with a hypothetical variable beta strategy.

REDUCE VOLATILITY

In the first case, we simulate the 'Reduce Volatility' (RV) model by substituting 1/3 of the equity portion with a hypothetical variable beta strategy. Our goal is to reduce portfolio volatility while matching the equity exposure of the Base Case. The impact is illustrated in Figure 1. It shows a reduction in volatility throughout the glide path while maintaining the same overall equity exposure.

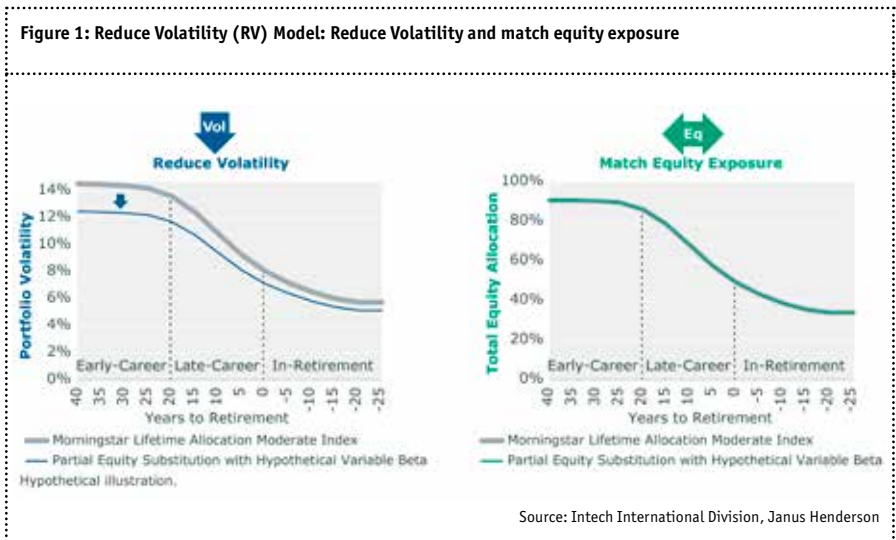


Figure 2: Match Volatility (MV) Model: Match Volatility and increase equity exposure



Source: Intech International Division, Janus Henderson

MATCH VOLATILITY

In our second case (Figure 2) we simulate the 'Match Volatility' (MV) model by matching the total portfolio volatility but increasing the equity exposure.

To understand the impact of a variable beta strategy, we examine the cumulative wealth differences between the three models over the 20 years ending 31/12/2018.

During the early-career phase, participants have a high allocation to equities. The rationale is that younger participants have more time to regain any losses. Mitigating losses during this phase helps improve compounding over this early phase. At the end of this period, accumulated wealth for the RV model is 4.9% higher than the Base Case. Wealth for the MV case is 9.8% higher.

In most glide paths equity exposure falls significantly during the late-

career stage. Here downside protection becomes increasingly critical. Mitigating losses is especially important during the years before retirement, when large losses can dramatically reduce retirement wealth. A variable beta strategy can help in this stage by reducing such drawdowns. During this period, the RV model generates 12.9% more wealth and the MV model generates 16.8% more than the Base Case model.

Finally, during retirement, participants are expected to withdraw capital but doing so in down markets damages portfolio longevity. Furthermore, as people are living longer in retirement, maintaining growth potential from equity exposure is vital. During this period, wealth for the RV and MV models are 11.7% and 17.0% higher than the Base Case, respectively.

Losses also affect contribution behavior – even in target-date strategies. Anxiety during market

downturns impacts contributions as participants abandon their investment strategies at the worst of times. Using variable beta strategies can help here by mitigating the impact that equity losses have on a portfolio. In Figure 3 we observe that both models protect on the downside. The RV model exhibited lower drawdowns in recent periods than the Base Case and MV models. During recovery periods, variable beta strategies attempt to keep up with rising equity markets by systematically increasing beta.

Variable beta strategies adapt to equity risk regimes within existing allocation approaches. By using such strategies, investors can make their strategic asset allocation models more dynamic without changing their long-term assumptions. «

This article was written by David Schofield, President, Intech International Division at Janus Henderson.

Important information

This article is intended solely for the use of professionals, defined as Eligible Counterparties or Professional Clients, and is not for general public distribution.

Past performance is not a guide to future performance. The value of an investment and the income from it can fall as well as rise and investors may not get back the amount originally invested. There is no assurance the stated objective(s) will be met. Nothing in this article is intended to or should be construed as advice. This document is not a recommendation to sell, purchase or hold any investment.

There is no assurance that the investment process will consistently lead to successful investing. Any risk management process discussed includes an effort to monitor and manage risk which should not be confused with and does not imply low risk or the ability to control certain risk factors.

Various account minimums or other eligibility qualifications apply depending on the investment strategy, vehicle or investor jurisdiction. We may record telephone calls for our mutual protection, to improve customer service and for regulatory record keeping purposes.

Issued in Europe by Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors is the name under which investment products and services are provided by Janus Capital International Limited (reg. no. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. no. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. no. 2678531), AlphaGen Capital Limited (reg. no. 962757), Henderson Equity Partners Limited (reg. no. 2606646), (each registered in England and Wales at 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE and regulated by the Financial Conduct Authority) and Henderson Management S.A. (reg. no. B22848 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier). Investment management services may be provided together with participating affiliates in other regions.

Intech Investment Management LLC is a subsidiary of Janus Capital International Limited and may serve as a sub-advisor on certain products.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Alphagen, VelocityShares, Knowledge, Shared and Knowledge Labs are trademarks of Janus Henderson Group plc or one of its subsidiaries.

Figure 3: Drawdown and recovery comparison for all three models

	Tech Bubble		Financial Crisis		2015 - 2016	
	Drawdown	Recovery	Drawdown	Recovery	Drawdown	Recovery
Base Case	-30.0%	73.5%	-47.4%	86.4%	-10.9%	14.4%
RV Case	-21.6%	76.5%	-40.3%	74.8%	-7.9%	13.7%
MV Case	-26.3%	80.8%	-43.4%	78.3%	-8.2%	14.2%

Hypothetical illustration.

The results shown are hypothetical based on data that is currently available.

Actual results are not guaranteed and may differ materially

Source: Intech International Division, Janus Henderson

Solvency II moet de financiering van het MKB bevorderen

DOOR HARRY GEELS

Er is veel te doen rondom Solvency II. Zo kunnen beleggingen in illiquide schuldpapier en bepaalde typen aandelenbeleggingen met een langetermijnfocus door deze richtlijn gunstigere kapitaaleisen krijgen. Tegelijkertijd lijkt Solvency II te verworpen tot een politiek sturingsmechanisme van de beleggingen van verzekeraars, zo stelt Alexander Duckwitz, Director Insurance Advisory EMEA bij Allianz Global Investors.

Waarom was een herziening van Solvency II noodzakelijk?

'Solvency is in werking getreden in 2016. Na een aantal jaren zijn we erachter gekomen dat het nieuwe regelkader aanpassingen behoeft. Het proportionaliteitsbeginsel knelde. Vooral kleine verzekeraars moesten te veel regelgeving implementeren. Het algemene doel van de herziening was om zaken wat te versimpelen en te verhelderen. Meer specifiek heeft de herziening als doel de Solvency Capital Requirement, ofwel de SCR-methodologie, voor kleine verzekeraars te vergemakkelijken en enkele inconsistenties daarin te corrigeren. Daarnaast besteedt het nieuwe Solvency II meer aandacht aan reële assets, zoals infrastructuur en vastgoed, waardoor kleine verzekeraars hier gemakkelijker in kunnen gaan beleggen. De herziening is een reactie op basis van de ervaringen die sinds 2016 met de nieuwe Solvency-regelgeving zijn opgedaan. En de

bezwaren daartegen, zoals de hoge kapitaaleisen voor beleggen in aandelen. Maar deze actualisering is vooral het antwoord van de Europese Commissie op de vele verzoeken vanuit de politiek en de financiële sector om de prudentiële belemmeringen voor de financiering van de economie door verzekeraars te verminderen. Dit volgt op intensieve onderhandelingen tussen de verzekeringssector, de lidstaten en de regelgevers en op de publicatie van twee adviesdocumenten door de EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority).'

Wat zijn de belangrijkste wijzigingen van de Solvency II-evaluatie voor het vermogensbeheer van de verzekeraars?

'In november heeft de Europese Commissie een ontwerpverordening verspreid waarin de voorgestelde wijzigingen in de standaardformule van Solvency II in detail

Figuur 1: Significant changes for insurers' investments

Reducing SCR for equity investments	Easing capital charge of unrated debt	Other significant changes for insurers' investments
<p>New "Qualifying Unlisted Equity Portfolios" (QUEP) treated as SCR Equity type 1 (39%+SA)</p> <p>New "Long-Term Equity Investments" (LTEI) with favorable treatment of SCR Equity at 22% +SA</p> <p>Deeply modified Equity investment landscape for insurers</p>	<p>Introduction of "Own Internal Credit Assessment" (OICA) offering CQS 2 (A) and CQS 3 (BBB) equivalent treatment</p> <p>Qualitative conditions to be fulfilled on the financing instrument, the corporate issuer and the credit analysis process</p> <p>Quantitative yield-based methodology to assess the eligibility to unrated OICA favourable treatment</p>	<p>No update of the IR Risk submodule calculation (change proposed in the EIOPA set of advice). <i>This review has been postponed to 2020 by European Commission</i></p> <p>Currency and concentration risk methodology updated</p> <p>Facilitated Look-through approach Clarification of Risk Mitigation Technique framework</p>

Bron: Allianz Global Investors

worden toegelicht. Ten eerste is besloten om de herijking van de rentetarief-submodule, met een potentieel negatief effect op de solvabiliteitsratio's, uit te stellen. Wat de beleggingen van verzekeraars betreft, zijn de voorstellen vooral gericht op het corrigeren van kleine inconsistenties in Solvency II en op het mobiliseren van het kapitaal van verzekeraars ten behoeve van de financiering van de economie, het MKB in het bijzonder. Vooral beleggingen in infrastructuur kregen specifieke 'behandelingen'. In de ontwerpverordening heeft de Europese Commissie tevens een voorstel van de Franse en de Nederlandse regering om de kapitaalvereisten voor langetermijninvesteringen in aandelen onder specifieke voorwaarden te verlagen van 39 procent (of 49 procent) tot 22 procent gedeeltelijk overgenomen. Kort door de bocht zouden er nu verschillende categorieën voor aandelen kunnen worden gecreëerd: Qualifying Unlisted Equity Portfolio's (QUEP) en Long Term Equity Investments (LTEI) met lagere kapitaallasten. Bovendien zouden sommige hoogwaardige schuldinstrumenten zonder rating, die reeds een gunstige behandeling genieten in het kader van Solvency II, nu een restrictievere Own Internal Credit Assessment (OICA) op basis van diverse voorwaarden kunnen aangaan en zo een lagere SCR kunnen genieten.'

Wat betreft de aandelenbeleggingen van verzekeraars, wat zou de impact kunnen zijn van de nieuwe QUEP en LTEI?

'In absolute termen betekent dit een vermindering van de kapitaallasten voor - en dus potentieel een hogere allocatie in - deze beleggingen. Het gaat om een 10 procent-verlaging van de SCR voor in aanmerking komende QUEP-aandelen, in vergelijking tot de standaardbehandeling van aandelen van het type 2 met 49 procent en een verlaging van de in aanmerking komende LTEI-aandelen naar 22 procent. Uiteraard staat het verzekeraars vrij deze voorkeursbehandelingen te gebruiken om de solvabiliteitsmarge te verbeteren zonder hun portefeuilles te wijzigen, of om hun aandelenallocatie voor hetzelfde SCR-budget marginaal te verhogen. De strategische aandelenallocatie van de verzekeraars is gekoppeld aan een aantal andere parameters, zoals het risico en de volatiliteit, de marktomgeving en de boekhoudregels. Tot slot zal de belangstelling voor deze nieuwe asset classes afhangen van de capaciteit van de vermogensbeheerders van verzekeraars om innovatieve oplossingen te ontwikkelen en snel en relevant te reageren op de operationele criteria van hun beleggers. PwC en het Franse Instituut van Actuarissen hebben de mogelijke impact op de eerste versie van de LTEI-behandeling geanalyseerd en schatten het netto-effect op € 63 miljard voor de financiering van Europese aandelen, voornamelijk afkomstig van Franse en Duitse verzekeraars. Naar verwachting zal de LTEI-ontwerpverordening van de Europese Commissie deze impact overigens verminderen.'

Zal door de invoering van QUEP de allocatie naar in aanmerking komende private equity-fondsen toenemen?

'Ja, dit is zelfs een doelstelling van de verordening. De Commissie is bereid om de toegang tot aandelen- en schuld-financiering voor het Europese MKB te vergemakkelijken, aangezien de allocatie van niet-beursgenoteerde aandelen momenteel slechts 3 procent van de portefeuilles van de Europese verzekeraars bedraagt. Concreet betekent dit dat

Foto: Archief Allianz Global Investors



CV

Alexander Duckwitz, werkzaam voor AllianzGI sinds 2015, is verantwoordelijk voor de Insurance Advisory in de EMEA-regio. Het belangrijkste doel van zijn team is AllianzGI te positioneren als natuurlijke partner voor verzekeraars, door hen te adviseren over ALM/SAA, kapitaaloptimalisatie en implementatie van geschikte beleggingsstrategieën die cliënten helpen het hoofd te bieden aan toenemende uitdagingen van de regulering en de steeds veranderende financiële markten. Voor AllianzGI was Duckwitz zes jaar werkzaam bij PricewaterhouseCoopers (PwC), onder andere als manager in de Financial Services Consulting Practice. Hij heeft zijn International Business aan de Universiteit van Maastricht behaald met een major in Finance.

aan een aantal kwantitatieve voorwaarden moet worden voldaan om van de verminderde SCR te kunnen profiteren, waaronder het rendement op het gewone eigen vermogen, de schuldratio en de netto cash flow-gerelateerde ratio's. De SCR wordt in de eerste plaats door een aantal kwantitatieve voorwaarden verlaagd. Ondernemingen moeten bijvoorbeeld worden gefinancierd met niet-beursgenoteerde gewone aandelen, met een maatschappelijke zetel en 50 procent van hun personeel in de EER. De financiering van elke onderneming mag niet meer bedragen dan 10 procent van de in aanmerking komende portefeuille.'

Wat voor soort aandelenbelangen kan interessant zijn voor de nieuwe LTEI?

'Vanzelfsprekend aandelenbelangen met een lange beleggingshorizon, of het nu liquide of illiquide aandelen, zoals private equity of infrastructuur equity, zijn. Daar is al sprake van en naar mijn verwachting zullen die belangen verder toenemen. In het bijzonder maken de veranderingen in de LTEI-criteria, die op het laatste moment zijn doorgevoerd, het beleggen in LTEI voor verzekeraars gemakkelijker. De verlaging van de minimum beleggingshorizon van twaalf naar vijf jaar, alsmede de mogelijkheid de criteria op portefeuilleniveau te analyseren, zal deze beleggingscategorie voor verzekeraars interessanter maken. Een aspect waar nog gedetailleerde begeleiding ontbreekt, is de 'quasi ring-fencing' [risicosegregatie van assets en liabilities: de verzekeraar moet de lange termijn aandelenbeleggingen van de portefeuille 'mappen' met de overeenkomende liabilities, HG].'

Kijkend naar schuldpapier, wat houdt de nieuwe benadering van OICA in?

'Schuldpapier zonder rating geniet nu al een relatief gunstige regeling. Er geldt een SCR-'spread charge' vergelijkbaar met die van BBB en BB-equivalenten. Om in aanmerking te komen voor het OICA-statuuat zou een kapitaallast kunnen worden aangerekend die potentieel gelijk kan zijn aan A of BBB. Er moet aan een groot aantal criteria worden voldaan met betrekking tot het soort schuldinstrument (anciënniteit, geauditeerde financiële gegevens), de emittent (statutaire zetel in de EER, omzet en EBITDA-voorwaarden) en het rendement van de obligatie, dat moet worden vergeleken met de rendementen van verschillende kredietindices. Ten slotte moet de verzekeraar een kredietanalyse- en risicobeheerproces implementeren om de geanalyseerde factoren te documenteren en de kwaliteit van de gebruikte informatie en gegevens te waarborgen. Voor sommige activa zal de kapitaallast licht worden verlaagd. Zo zou er bijvoorbeeld een vermindering van 2,5 procent in SCR-spread kunnen zijn voor een obligatie met een looptijd van vijf jaar die in aanmerking komt voor OICA CQS3/BBB, in vergelijking met het huidige niveau zonder rating. Bovendien geldt de doelstelling om de capaciteit, de cultuur en de belangstelling van middelgrote

verzekeraars voor kredietonderzoek te ontwikkelen. Het is mogelijk de eerste stap naar een vermindering van de afhankelijkheid van ratingbureaus op lange termijn. Het is een interessant gegeven dat de verzekeraar eigenlijk kan kiezen. Verzekeraars kunnen nu ook al schuldpapier zonder rating in een bepaalde SCR-bucket zetten. Als uit de OICA een ongunstiger kapitaalbeslag dan deze standaard SRC-bucket zou blijken, kan de verzekeraar de gunstigere standaard gebruiken. Geen slechte oplossing voor verzekeraars, om eerlijk te zijn.'

Wat zijn de volgende stappen in de goedkeuring van de Solvency II-update?

'De Europese Commissie maakte de nieuwe regeling op 8 maart jongstleden bekend. We verwachten dat de finale versie in het midden van 2019 wordt gepubliceerd. Verzekeraars verwachten nog steeds een diepgaandere herziening van Solvabiliteit II in 2020 en een voorstel voor een renterisicosubmodule-methodologie om de reële risico's van de portefeuilles nog nauwkeuriger weer te geven. Bovendien mag dit niet verhullen dat het hele verzekeringsbeleggingslandschap fundamenteel aan het verschuiven is. De IFRS9-implementatie zou de marktbenadering van verzekeraars (verwachte kredietverliezen, SPPI-tests, P&L-overwegingen) moeten herformuleren en bovendien zal de keuze van de opties voor de waardering van de aansprakelijkheid en de winsterkenning door middel van IFRS17 leiden tot een dynamischer ALM-benadering en de 'volatility appetite' van de beleggingen van verzekeraars opnieuw definiëren. Meer dan ooit is uit de intensieve discussie tussen overheden, verzekeraars en toezicht-houders gebleken dat Solvency II op politiek niveau een strategische 'tool' aan het worden is om de allocaties van de beleggingen van verzekeraars te bepalen.'

Hoe kunnen vermogensbeheerders verzekeraars ondersteunen in het gebruik van de nieuwe beleggingscategorieën?

'Die ondersteuning valt grofweg in twee delen uiteen. Ten eerste de ontwikkeling van strategieën die aan de nieuwe criteria voor lagere SCR-spreads voldoen. Wij bij Allianz GI werken bijvoorbeeld aan de ontwikkeling van actieve beheeroplossingen die aansluiten bij de toekomstige LTEI-behandeling. Ten tweede zullen vermogensbeheerders rapportage moeten ontwikkelen die gericht is op verzekeraars, inclusief ondersteunende processen, om ervoor te zorgen dat zij de relevante LTEI- en QUEP-informatie aan hun beleggers verstrekken. Het succes van de nieuwe maatregelen zal hier zelfs mede van afhangen. Aanvullend kunnen vermogensbeheerders ook ondersteuning bieden aan bijvoorbeeld de ontwikkeling van een eigen model, zoals OICA.' «



DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

COLUMN

Wereldeconomie dupe van clash tussen Adelaar en Draak?

De spanningen tussen China en de VS lopen gestaag op. Veroorzaakt deze nieuwe Koude Oorlog een mondiale recessie?

De wereldeconomie onderging de afgelopen zes decennia vier mondiale recessies: in 1975, 1982, 1991 en 2009.

Deze werden veroorzaakt door oliecrises als gevolg van geopolitieke spanningen of door financiële implosies. Nu vormen de spanningen tussen China en de VS een van de grootste risico's voor de wereldeconomie. Luidt deze geopolitieke superclash de vijfde mondiale recessie in zes decennia in?

Of China en de VS nu wel of geen handelsovereenkomst tekenen op korte termijn, voor de langere termijn zijn oplopende fricties tussen de twee reuzen gegarandeerd. Amerika is de heersende en China de snel opkomende supermacht, die zich niet langer de les laat lezen door de VS. Amerika maakt weinig aanstalten om China naast zich te dulden. Daaraan maakt een handelsakkoord met vage toezeggingen en zeer beperkte afdwingmechanismen geen einde. Amerika is zeer gehecht aan zijn privileges, die het gevolg zijn van en weerspiegeld worden in superieur militair overwicht, een economie van duizelingwekkend formaat, en het beschikken over de reservevaluta van de wereld, de bepalende stem in veel internationale organisaties en tal van allianties en bondgenoten over de gehele wereld.

China delft op deze vlakken meestal nog het onderspit, maar kan niet meer genegeerd worden op politiek, economisch en militair vlak. Sterker nog, regelmatig is China al de bovenliggende partij, zeker in de eigen regio. En China breidt zijn macht gestaag uit via onder andere het Belt & Road Initiative (BRI), de Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) en het 17+1-formaat, een forum van zeventien landen in Centraal- en Oost-Europa en China.

Het blijft niet bij diplomatieke, financiële en economische initiatieven. Beijing wordt almaar actiever op steeds

minder vriendelijke wijze, via bedrijfsspionage, cyber-aanvallen en militair spierballen rollen.

Veel landen zagen tot een aantal jaren geleden nog niet veel kwaad in de Chinese opmars en roken vooral economische kansen. Dat verandert nu. Uit strategische beleidsdocumenten van Amerika blijkt dat het China beschouwt als tegenstander No. 1. China's Aziatische bureaus proberen aan de ene kant Beijing te vriend te houden, maar tegelijk nemen ze maatregelen om zich te kunnen weren als het wel fout loopt. In Afrika werd China aanvankelijk met open armen ontvangen, maar ook daar groeit de weerstand.

China brengt zijn ambities nu wat vriendelijker, maar in wezen verandert er niets: het wil op z'n minst de lakens uitdelen in de eigen regio en zich niet laten intimideren door landen uit de rest van de wereld. Amerika maakt geen aanstalten een stap terug te doen. In het verleden was Amerika meestal de spin in een web van politieke, economische en militaire relaties, maar het moet nu weinig hebben van de NAVO, zegt internationale verdragen op en ageert tegen de EU. Zo komen Washington en Beijing steeds meer lijnrecht tegenover elkaar te staan, waarbij de VS nu het enorme voordeel te grabbel gooit dat het heeft ten opzichte van China – namelijk het brede en diepe netwerk van bondgenoten.

De Amerikaans-Chinese tweestrijd brengt de wereldeconomie niet direct in mineur, maar de effecten ervan – handelsbelemmeringen, sancties, het afbrokkelen van internationale instituties – kunnen wel net dat extra zetje verschaffen op een moment dat de wereldeconomie het al moeilijk heeft, schulden op recordniveaus staan en in veel landen de monetaire en fiscale ruimte om te stimuleren beperkt is. «

Aantrekkelijk instapmoment voor local currency EMD

DOOR FEIKE GOUDSMIT, MANAGING DIRECTOR INSTITUTIONAL, NORTHERN EUROPE

Na de recente beurscorrectie zijn in verschillende opkomende markten (emerging markets, EM) aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden ontstaan. In dit artikel legt Feike Goudsmit van Capital Group uit waarom local currency EMD (EM-schuld papier in lokale valuta) momenteel het overwegen waard is.

Groei

Het IMF ziet de wereldeconomie in 2019 met een redelijk gezonde 3,7% groeien. Wel zullen de groeipaden voor de grote economieën verschillend verlopen, wat een scherp contrast vormt met de synchrone wereldwijde groei in 2017. Terwijl de Amerikaanse groei in een gezond tempo aanhoudt, zwakt die in China en Europa duidelijk af. De jongste Chinese cijfers wijzen op een lichte stabilisatie na de groeivertraging van eind 2018. De uiteenlopende groeipaden omgeven het wereldwijde economische plaatje met wat extra onzekerheid.

Rente

Als in het verleden de Amerikaanse rente steeg, kreeg de EM-regio het over het algemeen zwaar te verduren. Inmiddels hebben veel EM-landen hun externe financieringsbehoefte in USD verkleind (via terugdringing van het tekort op de lopende rekening en uitgifte van meer schuld papier in lokale valuta) en zijn zij minder kwetsbaar geworden. Desalniettemin ondervonden EM-beleggingen in 2018 toch nog tegenwind van stijgende rentes.

Het beleidscomité (FOMC) van de Amerikaanse centrale bank (Fed) gaf in januari 2019 aan dat het voorlopig afziet van verdere renteverhogingen, gezien de ingetogen inflatieontwikkeling en de groeiende risico's voor de wereldwijde economische groei. Ook in veel andere ontwikkelde markten blijft de rente naar verwachting laag, op grond van een hoge schuldenlast, vergrijzing, een gematigde

wereldwijde inflatieontwikkeling en minder rigide inflatiedoelstellingen bij de Fed.

In de EM-regio heeft China ondertussen nieuwe monetaire stimuleringsmaatregelen afgekondigd (zoals versoepeling van de kredietvoorwaarden) op een moment dat veel andere EM-landen nog aan het begin of halverwege de conjunctuurcyclus staan.

Handelsconflicten

De wereldhandel staat momenteel in het middelpunt van de belangstelling. In 2018 wilden de VS, China en andere (ook Europese) landen de regels voor de wereldhandel meer naar hun hand zetten, waarna de vrees groeide dat de opkomende economieën het kind van de rekening zouden worden. Wat recenter is er weer wat vooruitgang geboekt in de Chinees-Amerikaanse onderhandelingen. Een extra invoerheffing van 25% op Amerikaanse import uit China, die het beleggerssentiment lange tijd onder druk hield, werd uiteindelijk uitgesteld.

Lokale ontwikkelingen binnen de EM-regio

Lokale economische en politieke ontwikkelingen blijven belangrijk binnen de EM-regio. Duidelijke hervormingsinspanningen van EM-landen kunnen

Wereldwijd zien we gunstige omstandigheden voor EM-beleggingen

zelfs in een uitdagende wereldwijde omgeving nog met outperformance beloond worden, zoals we in 2018 in Brazilië zagen. Anderzijds kunnen we een aantal factoren noemen die voor een gedifferentieerd beleid binnen de EM-regio pleiten, zoals mogelijke sancties tegen Rusland, begrotingsperikelen in Zuid-Afrika en naderende verkiezingen in Indonesië, Zuid-Afrika, India en Argentinië.

Waar vinden we waarde binnen local currency EMD?

Binnen local currency EMD laat een breed palet aan staats(gerelateerd) papier nog steeds aantrekkelijke waarderingen zien. Daarbij is met name de valutacomponent op de middellange termijn kansrijk. Nu de Amerikaanse centrale bank zich verruimingsgezinder opstelt, staan centrale banken uit de EM-regio naar verwachting minder onder druk om hun rentebeleid te normaliseren. Dat neemt niet weg dat de 'carry' (rente-inkomsten) in onze ogen de voornaamste rendementsbron blijft en niet een mogelijke rally in de onderliggende obligaties.

Wisselkoersen

De dollarrally van 2018 hield voor namelijk verband met een hogere reële rente in de VS en een sterker macro-economisch momentum dan in de rest van de wereld. Het grote verschil in reële rente tussen de VS en de rest van de wereld is in 2019 kleiner geworden, terwijl het macro-economische momentum in de VS de afgelopen maanden fors is afgezwakt, zij het niet

zo sterk als de wereldwijde groei exclusief de VS.

Capital Group heeft een fundamenteel wisselkoersmodel ontwikkeld waarin de fundamentele reële waarde van een valuta gebaseerd is op langetermijntrends in consumentenprijzen en de relatieve prijsverhouding tussen verhandelbare en niet-verhandelbare goederen in een land. Op basis van dit Fundamental Equilibrium Value Exchange Rates-model (FEVER) achten wij de Amerikaanse dollar overgewaardeerd. Uiteindelijk zal het Amerikaanse 'twin deficit' (een begrotingstekort en een tekort op de lopende rekening) waarschijnlijk tot een verslechterende externe schuldpositie van de VS en een zwakkere USD leiden.

Een stabiele USD vormt een steuntje in de rug voor beleggers in local currency EMD. De hoge carry verschaft immers al een aantrekkelijk rendement. Daarbovenop rekenen wij op sterkere EM-valuta's, niet alleen vanwege het gunstige onderliggende fundamentele plaatje, maar ook gezien het feit dat de wisselkoersen op de laagste niveaus sinds de start van de Local Currency EMD Index staan (zie de onderstaande grafiek).

Het belang van research op de emerging markets

Wij denken dat een allocatie naar local currency EMD het overwegen waard is, nu de Amerikaanse centrale bank zich verruimingsgezinder opstelt, het wereldwijde macroplaatje grosso modo steun biedt, de fundamentals voor de EM-regio over het algemeen goed zijn en EM-landen een positieve reële rente bieden.

Wel moeten we rekening houden met aanhoudende marktvolatiliteit. Niet alleen als gevolg van lokale kwesties in specifieke landen, maar ook vanwege de regiobrede handelsproblematiek en de groeiende bezorgdheid over de wereldwijde groei.

Aangezien gespecialiseerde EM-beleggers een relatief kleine groep vormen vergeleken met 'incidentele beleggers'¹ en daarnaast het gebruik van passieve beleggingen toeneemt, schiet een correctie in de EM-regio vaak door, en dan vooral op de meer liquide markten. Hierdoor kunnen koopkansen ontstaan, vooral voor actieve beheerders die toegang hebben tot uitvoerige research en goed kunnen beoordelen of de actuele rente- en wisselkoersniveaus

op individuele markten genoeg risico-compensatie bieden.

Terwijl aan alle beleggingen een bepaalde mate van risico verbonden is, worden EM-beleggers met extra risico's geconfronteerd, zoals een minder sterk ontwikkeld pensioensysteem, infrastructuur op de kapitaalmarkten en regelgevingskader, wat normaliter helpt op ontwikkelde markten om schokken op te vangen. In het bijzonder lopen EM-beleggers grotere politieke en governancerisico's. Ook zijn deze markten conjunctuurgevoeliger. Gezien deze risico's is een actieve beleggingsaanpak op basis van bottom-up fundamentele research essentieel.

Portfoliomanagers dienen de EM-landen daarom regelmatig te bezoeken: om te zien hoe het macro-economisch klimaat en het beleid zich ontwikkelen, om overheidsfunctionarissen te spreken en om de mogelijkheden voor de langere termijn te beoordelen. «

Voor meer informatie: capitalgroup.com/Europe

1 We definiëren 'incidentele beleggers' als beleggers voor de kortere termijn die vaker in en uit beleggingscategorieën stappen dan het gespecialiseerde beleggersbestand.

Figuur 1: EM-wisselkoersen op laagste niveau sinds start Local Currency EMD Index

Wisselkoersen EM-landen versus USD (januari 2003 = 100)



Resultaten uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten.

Gegevens per 10 januari 2019.

De index is de JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index. EM: emerging markets (opkomende markten). EMD: emerging markets debt (obligaties opkomende markten).

Bron: Bloomberg

UITSLUITEND VOOR PROFESSIONELE BELEGERS

Dit is een marketinguiting

De waarde van beleggingen kan zowel stijgen als dalen en u kunt uw belegde vermogen geheel of gedeeltelijk verliezen. Er kunnen risico's verbonden zijn aan het beleggen in vastrentende waarden en opkomende markten. Deze zijn volatiel en kunnen mogelijk te maken krijgen met liquiditeitsproblemen.

Dit materiaal, dat is uitgegeven door Capital International Management Company Sàrl ('CIMC'), 37A avenue J.F.Kennedy, L-1855 Luxemburg, wordt alleen voor informatiedoeleinden gedistribueerd. CIMC staat onder toezicht van de Commission de Surveillance du Secteur Financier ('CSSF' - Financiële toezichthouder van Luxemburg) en is een dochteronderneming van de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Hoewel Capital Group redelijke inspanningen levert om informatie te betrekken van externe bronnen waarvan zij meent dat zij betrouwbaar zijn, staat Capital Group niet in voor de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid of volledigheid van de informatie. Deze documentatie pretendeert niet volledig te zijn en behelst geen beleggings-, fiscaal of ander advies. © 2019 Capital Group. Alle rechten voorbehouden.

Voor Nederland: CIMC valt in Nederland via de lokale vestiging onder het toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

IS EEN CHINA-AGENDA VOOR PENSIOENFONDSEN NOODZAKELIJK?

Door Marco Brouwer

Het Nederlandse kabinet zag de noodzaak van een nieuwe China-strategie. Dezelfde ontwikkelingen raken ook pensioenfondsbesturen. Hebben zij een nieuwe China-strategie nodig?

Voor internationale beleggers was de start van Shanghai-Hong Kong Stock Connect in 2014 een belangrijke stap. De laatste aanpassingen in de MSCI-index zijn ook relevant. MSCI kondigde begin 2019 aan het gewicht van de China-A-aandelen in de MSCI-indices in drie stappen te verhogen van 5% naar 20%. China zal de komende jaren de kapitaalrestricties voor buitenlandse beleggers versoepelen. Bovendien zijn er in China interessante mogelijkheden voor duurzaam beleggen, zoals green bonds. In 2018 werd er wereldwijd \$167 mrd aan green bonds uitgegeven, waarvan 18% door China.

Beleggers zien naast nieuwe mogelijkheden ook risico's. Beleggers ervaren onzekerheid door de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten. Denk aan de recente ideeën van de Trump-regering om naast Huawei nog eens vijf Chinese bedrijven, zoals Hikvision en Dahua, uit te sluiten van de levering van software.

We zijn eind 2018 met een groep Nederlandse pensioenfondsbestuurders en institutionele beleggers op studiereis naar Shanghai geweest om te leren van onder andere verzekeraars, banken, onderzoeksinstituten en advocaten. We kregen een indruk van de vele factoren die een rol spelen bij de ontwikkeling van een China-agenda.

LES 1: VEEL POTENTIEEL, MAAR TOEGANG TOT FINANCIËLE MARKTEN BLIJFT LASTIG

In China is de honger naar succes, welvaart en technologie groot. De opkomende middenklasse wil auto's, huizen, keukenapparatuur, computers, games en reizen. E-commerce, big data en algoritmes zijn in China actuele thema's. China wordt centraal geleid, met president Xi als CEO. China is in staat om enerzijds een lange termijn strategische agenda te hebben en anderzijds in te spelen op nieuwe ontwikkelingen. Om als investeerder te beleggen in het grote groeipotentieel van China, moet je wel een goede toegang krijgen tot de financiële markten in China. Die zijn echter nog steeds streng gereguleerd.

LES 2: VEEL, SOMS ONBEKENDE RISICO'S

Zoals in veel opkomende economieën gaat de groei gepaard met groeistuipe, gebrek aan betrouwbare informatie en minder sterke instituties. In China zijn de hoge schuldenratio's, de luchtballonnen op de vastgoedmarkt, de weinig transparante bedrijven, het ontbreken van goed toezicht en een onafhankelijke rechtspraak en de corruptie, belangrijke risicofactoren voor beleggers.

Financiële cijfers van bedrijven kunnen onbetrouwbaar of zelfs afwezig zijn. De effectenbeurs in Shanghai wordt wel eens een casino genoemd, dat wordt beheerst door particuliere beleggingsstemmingen en het onverklaarbaar opschorten van beursnoteringen.

Voor pensioenfondsen geldt daarbij nog de prudent person-regel voor het beleggingsbeleid. Hoe overtuig je als pensioenfondsbestuurder je deelnemers en DNB dat je beleggingen in China daaraan voldoen?

LES 3: DE CONTINUE DREIGING VAN EEN HANDELSOORLOG TUSSEN CHINA EN DE VS

De strijd om wereldhegemonie tussen China en de VS zal nog jarenlang voortduren en kan behoorlijk verstorend werken voor het internationale bedrijfsleven en voor internationale beleggers. De consequenties van deze culturele, economische en technologische slag tussen

Foto: Archief Marco Brouwer



Marco Brouwer

de VS en China zijn zeer moeilijk in te schatten. Zoals een econoom tegen ons zei: 'Vanuit economisch gezichtspunt ligt er geen 'eindspelscenario' op tafel.' Ze sprak over een giftige combinatie van een handelsoorlog, een lagere economische groei en minder kwantitatieve geldverruiming in China.

LES 4: DE CCP IS AANWEZIG IN DE BESTUURSKAMER

China wordt geleid door de Chinese Communistische Partij (CCP). De doelstelling van deze partij is om aan de macht te blijven en in elk bedrijf zitten partijleden. Een plaatselijke bankdirecteur gaf aan dat de CCP alles weet en dat privacy niet bestaat in China. De Chinese overheid bepaalt in principe alles, aldus deze directeur. Je wordt als buitenlandse partij in China gedoogd zolang je in hun plan past.

LES 5: WERK MET LOKALE PARTNERS EN BEGIN KLEIN

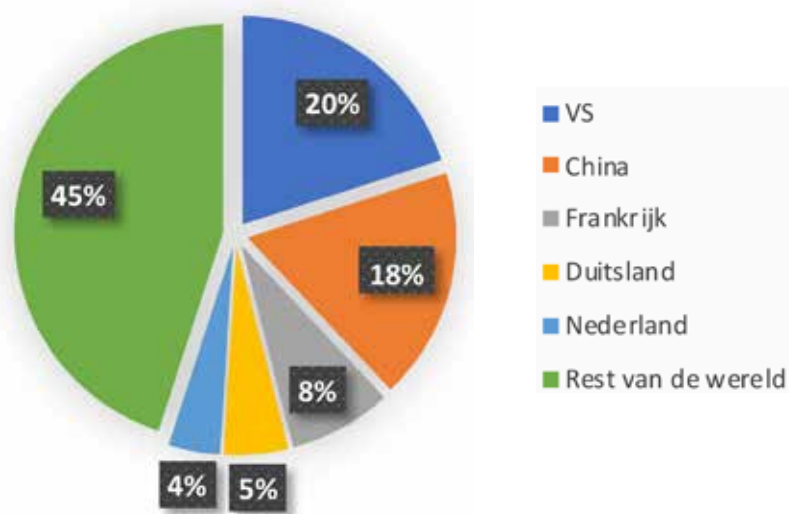
Het is heel verstandig om met lokale partners stapsgewijs te beginnen. APG werkt bijvoorbeeld samen met E Fund en is strategisch en weloverwogen bezig om exposure op te bouwen. AXA werkt samen met de Shanghai Pudong Development Bank. Een Europese bankdirecteur in Shanghai adviseerde ons uitsluitend met grote bedrijven samen te werken en dan te starten met kleine deals.

LES 6: WEES OP JE HOEDE VOOR BEDROG EN CORRUPTIË

Een Europese advocaat met veel werkervaring in China benadrukte het belang om voorbereid te zijn op misleidende spelletjes en bedrog. Ga ervan uit dat informatie pas authentiek is als ze is geverifieerd. Bij Chinezen betekent een 'win-win'-situatie iets heel anders dan in Nederland: 'Win-Win in China means that the Chinese side wins twice'.

Voor een pensioenfondsbestuur geldt daarbij nog de extra eis van het aantonen van een beheerste en integere bedrijfsvoering. Dat betekent onder meer dat een pensioenfonds zijn organisatie dusdanig inricht dat sprake is van risicobeheersing ('in control' zijn), juist ook op het gebied van integriteit en fraude.

Figuur 1: Landen top 5 in uitgifte van Green Bonds (2018)



Bron: Green Bonds: The state of the Market 2018, Climate Bond Initiative

LES 7: MEER ESG-BEWUSTZIJN, MAAR SOMS MET EEN ANDER PERSPECTIEF

In onze gesprekken was veelvuldig aandacht voor ESG en de UN Development Goals. Een financiële instelling signaleerde daarbij dat in China de nadruk vooral ligt op de E van ESG. De overheid heeft een stevige aanpak geïntroduceerd om snel resultaten te boeken. Er staan hoge boetes op milieuvervuiling en dat betekent een groot risico voor Chinese bedrijven. In die zin kijkt men meer vanuit het financieel risicoperspectief van de belegger, dan vanuit het perspectief van 'save the planet'. Daarnaast keert de wal het schip met enorm vervuilde steden. In Shanghai zijn de brommers in een klap elektrisch geworden.

ESG is een steeds belangrijker thema voor pensioenfondsen en wordt met de komst van IORP II nog sterker aangezet. De ontwikkelingen in China zijn op dit punt positief, maar goede ESG-gegevens blijven een punt van aandacht.

LES 8: ALS BELEGGER ONTKOM JE NIET AAN CHINA

De economie van China is zo groot geworden dat je er niet aan ontkomt er aandacht aan te besteden. Mark Machin, CEO van Het Canadese pensioenfonds CPPIB, kondigde in oktober 2018 aan dat

CPPIB in 2025 20% van de activa (circa \$ 612 mrd) geïnvesteerd wil hebben in het Chinese vasteland, Hongkong, Macau en Taiwan. Een MSCI-directeur gaf het voorbeeld van een Amerikaans pensioenfonds dat verwacht in 2028 de volgende asset-allocatie te hanteren: 40% in de VS, 40% in China en 20% in de rest van de wereld. Dat lijkt overdreven, maar is zeker niet uitgesloten.

Kun je je als pensioenfonds veroorloven om geen gedegen beslissing te nemen over beleggen in China? Het niet willen beleggen in China is vanuit het oogpunt van diversificatie een beslissing die goed onderbouwd moet worden. Het lijkt een kwestie van tijd voordat de beleggingsportefeuilles van vele pensioenfondsen gevuld zijn met Chinees papier. Voor het zover is, moeten we wel het huiswerk doen om te komen tot een eigen China-agenda. «

Dit artikel is geschreven door Drs. Marco Brouwer MPLA. Brouwer was tien jaar actief als pensioenfondsbestuurder, waaronder van 2014 tot 2018 werkgeversvoorzitter van Personeelspensioenfonds APG. Hij is nu zelfstandig pensioenadviseur.

Pensioenfondsen kunnen wel tot 50 procent naar illiquide beleggingen alloceren

DOOR HARRY GEELS

Bijna alle pensioenfondsen kijken momenteel naar alternative fixed income. Ze zijn op zoek naar spreiding en alternatieve risicopremies, bijvoorbeeld de illiquiditeitspremie. Diverse delen van de markt voor alternative fixed income zijn nog steeds interessant, ondanks de toegenomen belangstelling van beleggers. En er is in de portefeuilles nog veel ruimte om te alloceren, zo betoogt Gerard Moerman, Chief Investment Solutions Officer bij Aegon Asset Management.

Alternative fixed income is momenteel een populaire beleggingscategorie. Speelt de 'fear of missing out' een rol bij die populariteit?

'Laten we eerst goed de beleggingscategorie definiëren.

Alternative fixed income is een verzamelnaam voor de niet-traditionele obligatiebeleggingen. De traditionele obligatiecategorieën zijn bedrijfs- en staatsobligaties en, afhankelijk van hoe ernaar gekeken wordt, ook emerging market debt (EMD). Het is niet altijd zwart of wit. We scharen onder alternative fixed income asset backed securities (ABS), hypotheek, infrastructuur debt, CAT bonds, convertibles en private placements, ofwel bedrijfsobligaties die niet, of minder liquide zijn. Hier gelden andersoortige risico's met bijbehorende premies.

Als we kijken naar de populariteit van alternative fixed income, dan zijn er eigenlijk weer twee onderdelen, het liquide en het illiquide deel. In het illiquide deel vallen hypotheek, infrastructuur debt en private placements. Dit is momenteel ook het meest populaire deel van de markt van alternative fixed

income, vooral vanwege de illiquiditeitspremie, ofwel een hogere spread voor dezelfde kredietwaardigheid omdat deze obligaties minder goed verhandelbaar zijn. We zien steeds meer Nederlandse pensioenfondsen beleggen in deze subcategorieën. Zo belegden Nederlandse pensioenfondsen in 2015 nog voor € 30 miljard in Nederlandse hypotheek, nu is dat ruim € 50 miljard. De desintermediatie speelt ook een rol bij de groei van het illiquide deel van alternative fixed income. Doordat banken zich terugtrekken zijn er andere wijzen van financiering van het bedrijfsleven en de infrastructuursector ontstaan en dit biedt ruimte aan pensioenfondsen om deze financiering op zich te nemen. Een belegger vindt het geen probleem om een deel in minder liquide beleggingen te steken, mits daar wel een illiquiditeitspremie tegenover staat. Immers, als die er niet is, geeft de belegger nooit zijn liquiditeit op.'

En wat is interessant aan het liquide deel van alternative fixed income?

'Hier spelen andersoortige risico's en premies die ze vooral aantrekkelijk maken als 'diversifiers' in de portefeuille. Bij ABS gaat het om gestructureerde producten met onderpand, waardoor deze obligaties grosso modo waardevaster zijn dan andere beleggingen. Er wordt niet geïnvesteerd in een bedrijf maar eigenlijk in het onderpand, dat divers kan zijn, bijvoorbeeld specifieke bedrijfsonderdelen, hypotheekportefeuilles enzovoort. Bij CAT bonds of insurance-linked securities (ILS) krijgen beleggers een aantrekkelijke coupon, maar met het risico dat er eens in de zoveel tijd een hap uit de nominale waarde wordt genomen. Er zijn diverse risico's, zoals natuurrampen, langlevensrisico's of 'man-made risks'. Bij convertibles gaat het eigenlijk om bedrijfsobligaties met een iets lagere coupon maar met een potentiële 'upside' als het aandeel van hetzelfde bedrijf het goed doet. Ik vind dit ook een interessante categorie, omdat de rente op bedrijfsleningen nu waarschijnlijk te laag staat voor het risico. Convertibles zullen interessant blijven als de bedrijfseconomische cyclus opnieuw



GERARD MOERMAN

verlengd wordt en aandelen blijven stijgen. Maar zelfs bij een nieuwe economische neergang zijn ze interessant omdat de obligatiecomponent als een soort parachute fungeert.'

Wat alternative fixed income verder nog aantrekkelijk maakt, is de mogelijkheid om aan impactbeleggen te doen, zeker bij categorieën als infrastructure debt en private placements. Zelfs bij hypotheekrentes kan de energietransitie worden gefaciliteerd, bijvoorbeeld door mensen lagere hypotheekrentes te bieden als ze hun huis energieneutraal maken.'

Dus geen last van de fear of missing out?

'Ik denk dat de 'fear of missing out' hoegenaamd geen rol speelt bij de toegenomen interesse voor alternative fixed income, liquide of niet. Institutionele beleggers zijn heel bewust op zoek naar andersoortige risicopremies, die bij de meeste subcategorieën nog steeds interessant zijn, ondanks de toestroom van nieuw kapitaal. Zo is in het afgelopen half jaar de spread van Nederlandse hypotheekrentes weer opgelopen naar een niveau vergelijkbaar met dat van begin 2017. Dit komt vooral omdat de swaprente is gedaald, terwijl de hypotheekrentes gelijk zijn gebleven, ergo de spread is weer toegenomen. Nederlandse hypotheekrentes zijn wat mij betreft nog steeds een 'no-brainer' in de obligatieportefeuille, nu zo'n 2,7 procent rendement tegen zeer beperkte 'defaults'.

Let wel, de toegenomen interesse is geenszins vergelijkbaar met bijvoorbeeld de groei van passief beleggen middels indexfondsen en ETF's. Alternative fixed income leent zich ook niet voor passief beheer. Actief beheer, vooral van gespecialiseerde beleggers, kan hier veel toevoegen door de interessante obligaties, om het even welk deel van de markt van alternative fixed income, te kiezen. Zo zijn wij bij infrastructure debt nog steeds in staat portefeuilles te bouwen met leningen die 200 basispunten meer geven dan de swaprente.

Het is verder interessant dat steeds meer institutionele beleggers ons vragen hoe groot de allocatie naar alternative fixed income in de portefeuille strategisch kan zijn, rekening houdend met de verplichtingenstructuur, tactische bandbreedtes en stress-scenario's. Onze onderzoeken tonen aan dat dit vaak meer is dan institutionele beleggers denken. Een gemiddeld pensioenfonds kan wel van 40 procent tot 50 procent in illiquide beleggingen zitten, waarbij spreiding over meerdere illiquide categorieën en de fondsspecifieke risicobehoefte van belang zijn. Een belangrijke stellingname om de illiquiditeitspremie te verzilveren, is dan wel dat een belegger niet in een positie van gedwongen verkoop terecht kan komen. Dit is waar wij met onze klanten veel tijd aan besteden en waarvoor wij gezamenlijk verschillende scenario's doorrekenen.'

Is alternative fixed income in andere valuta's ook aantrekkelijk?

'Uit het oogpunt van de economische spreidingsgedachte zijn vreemde valuta's zeker interessant. Het euroblok is verweven met elkaar, zeker het noordelijke deel ervan, dus Duitse ABS

toevoegen aan een Nederlandse ABS-portefeuille zal het portefeuillerisico niet verlagen. Landen buiten Europa, zoals de VS, Japan of opkomende markten hebben een andere economische dynamiek en bieden daardoor mogelijkheden voor diversificatie. Vanuit het oogpunt van matching, waarvoor obligatieportefeuilles bij pensioenfondsen vaak worden gebruikt, ligt beleggen buiten de eurozone echter minder voor de hand. Dan wordt er doorgaans wel voor gekozen om het wisselkoersrisico af te dekken. Momenteel is beleggen in US dollars niet heel aantrekkelijk vanwege de hoge hedgingkosten.'

Wat maakt een goede beheerder van alternative fixed income?

'Ervaring en bewezen trackrecord. Niet iedere beheerder is overal even goed in. De markten zijn minder gestandaardiseerd en het is van belang dat de portefeuillemanager de dynamiek en complexiteiten van zijn categorie helemaal doorgrondt. Denk bijvoorbeeld aan een diepgaande kredietanalyse bij private placements. Bij illiquide beleggingen is het verder belangrijk dat de beheerder moet kunnen 'sourcen'. Als een pensioenfonds een allocatie doet, moet de portefeuille ook binnen een bepaalde tijd ingevuld kunnen worden. Tot slot is ook goede rapportage van belang, zeker bij illiquide beleggingen, of indien impact en ESG van belang zijn. Wellicht ten overvloede, er zijn natuurlijk twee typen beheerders. Binnen Aegon Asset Management hebben we de asset manager, maar ook fiduciair beheerder TKP Investments. Ongeacht de keuze van het type beheerder, werken we nauw samen met de institutionele beleggers en geven we advies over de allocatie naar verschillende marktsegmenten van alternative fixed income.' «

CV

Gerard Moerman, PhD, is sinds 2019 Head of Client Investment Solutions van Aegon Asset Management (AAM) Europe. Moerman is onderdeel van AAM sinds 2005 waar hij begon als investment strateeg met een focus op tactische asset allocatie. In 2011 werd hij als Head of Rates and Money Markets verantwoordelijk voor alle staatsobligatieportefeuilles, de LDI-strategie en de general account portefeuille van Aegon. Van 2016 tot 2018 was hij hoofd van het Investment Solutions team en lid van de Executive Board van La Banque Postale Asset Management, een strategisch partner van AAM. Tijdens zijn promotietraject is hij werkzaam geweest als econoom bij de Europese Centrale Bank.

Het Client Investment Solutions team houdt zich bezig met klantvraagstukken over strategische asset allocatie, ALM en passende beleggingsoplossingen voor zowel asset management alsook fiduciaire klanten. Het team rapporteert rechtstreeks aan de CEO en is gericht op kennisdeling en onafhankelijk advies.

UITVOERINGSKOSTEN LASTIG VERGELIJKBAAR

Door Eric Veldpaus

Consolidatie van pensioenfondsen is nog steeds volop gaande. Kostenbesparing via schaalvergroting is daarbij een belangrijk argument. Maar voorzichtigheid is geboden, omdat uitvoeringskosten niet zonder meer vergelijkbaar zijn.

Pensioenfondsen die overwegen zichzelf op te heffen, kunnen kiezen uit verschillende alternatieve uitvoeringsvormen, te weten: een algemeen pensioenfonds (APF), samengaan met een bedrijfstakpensioenfonds of wellicht overstappen naar een premiepensioeninstelling (PPI).

Ondernemingspensioenfondsen, bedrijfstakpensioenfondsen en APF's moeten voldoen aan de Aanbevelingen uitvoeringskosten (verder Aanbevelingen), uitgegeven door de Pensioenfederatie. Deze aanbevelingen bevatten richtlijnen over hoe uitvoeringskosten moeten worden berekend. De uitvoeringskosten van een pensioenfonds bestaan voor het grootste deel uit de vermogensbeheerkosten. Pensioenbeheerkosten bepalen circa 15 procent van de totale uitvoeringskosten.

Het voldoen aan de aanbevelingen heeft vooral voor de vermogensbeheerkosten veel consequenties. Kosten van onderliggende asset managers worden voor de rapportage in de jaarrekening direct in mindering gebracht van het rendement. Volgens de aanbevelingen moeten deze kosten gebruteerd worden, zodat het daadwerkelijke kostenniveau in het jaarverslag kan worden verantwoord. Uiteindelijk resulteert dit in het rapporteren van drie (wettelijk verplichte) kengetallen in het jaarverslag, te weten 1) kosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde voor pensioenbeheer, 2) vermogensbeheerkosten als percentage van het gemiddeld beheerd vermogen 3) transactiekosten als percentage van het gemiddeld beheerd vermogen.

De vermogensbeheerkosten van pensioenfondsen (ondernemings- en bedrijfstakpensioenfondsen) en APF's laten zich, ondanks dezelfde richtlijnen, lastig vergelijken. Deze kosten zijn sterk

afhankelijk van de samenstelling en karakteristieken van het individuele pensioenfonds of APF en dienen per fonds gemeten en gewogen te worden. Nuancering is op zijn plaats. Immers, een fonds met lagere gerapporteerde kosten is niet per se beter dan een fonds dat hogere kosten rapporteert. Pensioenfondsen zijn uniek: in omvang, in samenstelling en ouderdom van de deelnemers, in dekkingsgraad, in risicobereidheid van het pensioenfondsbestuur in relatie tot de dekkingsgraad en in de vraag of al dan niet sprake is van een herstelplan. Een belangrijke factor voor de omvang van vermogensbeheerkosten is de asset allocatie van een fonds. Ieder pensioenfonds maakt hierin haar unieke keuze, afhankelijk van de specifieke situatie van het pensioenfonds. Naast de asset-allocatie heeft de keuze voor actief dan wel passief beheer en de manier waarop de beleggingen worden geïmplementeerd gevolgen voor het kostenniveau. Implementatie kan plaatsvinden door gebruik te maken van beleggingsfondsen of van een mandaat.

Het bestuur dient bij een mogelijke overgang van hun eigen pensioenfonds naar een APF of bedrijfstakpensioenfonds vooral onderzoek te doen naar de asset-allocatie. Is deze in de nieuwe situatie identiek? Een andere belangrijke factor die moet worden onderzocht betreft de beleggingsstijl (actief of passief beheer). Bij actief beheer leidt asset-allocatie in de regel tot hogere uitvoeringskosten. Hiertegenover staat echter een hoger



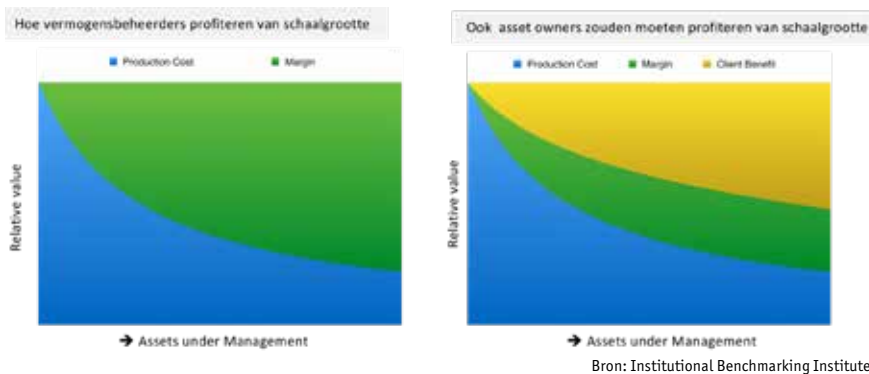
Eric Veldpaus

rendement. Om na te gaan in hoeverre de kosten van vermogensbeheer van het betreffende pensioenfonds marktconform zijn, is in de aanbevelingen opgenomen dat de vermogensbeheerkosten moeten worden vergeleken met de zogenoemde benchmarkkosten. Dit is de meest eenvoudige wijze waarop de vermogensbeheerkosten in context kunnen worden gezet, waarbij rekening wordt gehouden met de specifieke kenmerken van het pensioenfonds en het beleggingsbeleid. Deze tailormade kostennorm komt tot stand door voor alle beleggingscategorieën de gemiddelde kosten per beleggingscategorie van vergelijkbare pensioenfondsen toe te passen op de asset-allocatie van het pensioenfonds.

Het behalen van kostenbesparing door schaalgrootte is een belangrijk argument voor het opheffen van het fonds. Met betrekking tot de vermogensbeheerkosten wordt het effect nogal eens overschat. Countervailing power is de belangrijkste factor voor het verkrijgen van lagere vermogensbeheerkosten, niet voor het vergroten van de omvang. Het beschikken over relevante data, de capaciteit om te onderhandelen en een gedegen analyse van de huidige situatie zijn hierbij essentieel, zegt Mark van Gaal, headhunter voor strategische inkoop. Kosten worden in elke bedrijfstak beheerd door specialistische kostenmanagers. Het beheer van institutionele beleggingsportefeuilles zou daarop geen uitzondering moeten zijn, maar dat is in de praktijk wel het geval. Actief beheer van kosten door specialisten leidt tot lagere kosten. Schaalvergroting kan daar wel of niet deel van uitmaken. Echter, in de wereld van vermogensbeheer zien we te vaak dat het voordeel van schaalgrootte toekomt aan de vermogensbeheerders.

De pensioenbeheerkosten worden sterk beïnvloed door de mate van complexiteit van de pensioenregeling, de service die wordt geleverd en de samenstelling van het deelnemersbestand. Bij een APF is vaak sprake van een pensioenregeling die in de kern voor alle deelnemers in die kring van toepassing is. Dit zorgt voor eenvoud. De 'erfenis' als gevolg van

Figuur 1: How Asset Managers and Clients benefit from scale



onderhandelingen met sociale partners, resulterend in een complexe regeling, is dan vaak niet meer aan de orde. Ook aanvullende verzekeringen die worden uitgevoerd voor de deelnemers hebben invloed op de uitvoeringskosten. Het beperken van de service kan een argument zijn waardoor de pensioenbeheerkosten bij een APF lager zijn. Voor de pensioenbeheerkosten is countervailing power eveneens noodzakelijk en ook hier geldt dat het vergroten van de omvang niet automatisch tot kostenbesparing leidt.

Voor PPI's zijn de aanbevelingen niet van toepassing. De PPI's rapporteren de kosten van pensioenbeheer en vermogensbeheer in het jaarverslag dan ook afwijkend. Voor vermogensbeheer worden hier uitsluitend absolute bedragen gerapporteerd in plaats van de voor vermogensbeheer gebruikte kosten als percentage van het gemiddeld beheerd vermogen. Ook voor pensioenbeheer worden uitsluitend de totale kosten gerapporteerd. Op basis van het jaarverslag is onduidelijk welke kosten voor vermogensbeheer zijn begrepen in de totale kosten.

Op de websites van de verschillende PPI's worden bandbreedtes voor de kosten opgegeven voor zowel pensioenbeheer als vermogensbeheer. Voor pensioenbeheer zijn de kosten maximaal EUR 70 per deelnemer en daarmee aanzienlijk lager dan de kosten per deelnemer bij pensioenfondsen. «

- Bij vermogensbeheer is asset-allocatie de belangrijkste reden voor verschillen in vermogensbeheerkosten;
- Om na te gaan of de vermogensbeheerkosten marktconform zijn, worden de kosten vergeleken met de benchmarkkosten;
- Schaalgrootte-effecten worden overschat bij vermogensbeheer;
- Countervailing power is belangrijk voor het realiseren van lagere uitvoeringskosten;
- Met een specialistische kostenmanager kan dit worden gerealiseerd;
- Voor PPI's zijn de richtlijnen die voor pensioenfondsen gelden niet van toepassing;
- De door PPI's gerapporteerde kosten zijn derhalve niet vergelijkbaar met die van pensioenfondsen en APF's.

Dit artikel is geschreven door Eric Veldpaus, oprichter en directeur van het onafhankelijk Institutioneel Benchmarking Instituut.

VOORZITTER:

Han Dieperink

DEELNEMERS:

Ivo Batista, BNY Mellon

Martijn Elsackers, Pensioenfonds Horeca & Catering

Erwin van Hal, ING Investment Office

Niels Haring, TKP Investments

Douwe Hoekstra, ABN AMRO Pensioenfonds

Paul Linssen, InsingerGilissen

Freddy van Mulligen, Achmea Investment Management

Marjoleine van der Peet, Kempen Capital Management

Marco Smelter, Corestone Investment Managers

Ramon Tol, Blue Sky Group

Marthe Tuinstra, PGB Pensioendiensten

Raymond van Wersch, PGGM

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met BNY Mellon.

Foto's: Ruben Eschuis Photography



VERTROUWEN IS EEN VAN DE ALLERBELANGRIJKSTE DINGEN

Door Arnoud Veilbrief

De markt van institutioneel beleggen is onderhevig aan grote veranderingen. ESG, Big Data, de lage rente, consolidatie in de sector en andere ontwikkelingen, leiden tot hogere eisen aan externe managers. Wat wordt van hen verwacht, wat vinden pensioenfondsen en managerselecteurs belangrijk en hoe ziet de toekomst eruit? Een Ronde Tafel over de selectie van externe managers.



Wat vinden jullie belangrijk bij de selectie van een externe manager en wat zijn opvallende recente ontwikkelingen in de markt?

Marthe Tuinstra: 'We meten elke externe manager aan de hand van een toetsingskader: de negen P's. Dat zijn om te beginnen: parent, people, process, portfolio en performance. Daarnaast kijken we naar alles wat te maken heeft met verantwoord beleggen: planet. Verder kijken we naar de kosten, price, en de operationele infrastructuur, platform. En de laatste P is die van product. Maar ik denk dat een van de allerbelangrijkste dingen vertrouwen is. We moeten een relatie opbouwen met externe managers en vertrouwen tussen beide partijen is voor ons van groot belang.'

Raymond van Wersch: 'ESG-integratie is voor ons erg belangrijk. Er moet echt een match zijn met het DNA van de externe manager, het gevoel dat we dezelfde cultuur delen. Het kader waarbinnen we in het algemeen managers scoren, is objectiever geworden. Zo hebben we ons afwegingskader om de kwaliteit van een manager te meten veel explicieter gemaakt, zodat bijvoorbeeld veel duidelijker is wat de belangrijkste redenen voor ontslag of selectie van een manager zijn. Het grootste risico binnen High Yield is het kredietrisico. Veel managers besteden dan ook veel tijd om dit idiosyncratische risico te managen. Hierbij wordt vaak een defensieve strategie gevoerd met een beta lager dan 1. In de verlengde kredietcyclus, waar we nu al meer dan 10 jaar in zitten, presteren deze managers slechter dan een brede High Yield-benchmark, terwijl onze klanten juist High Yield-exposure willen. Binnen PGGM besteden we dan ook veel

> **Han Dieperink** is zelfstandig adviseur via zijn bedrijf HD Capital & Advisory. Zijn expertise ligt op het gebied van beleggen en het samenstellen van portefeuilles met een combinatie van passieve, actieve, duurzame en thematische beleggingen. Naast het schrijven van boeken en columns is hij beschikbaar voor lezingen, als lid van beleggingscommissies en voor interim opdrachten. Dieperink was tot 2019 Chief Investment Officer (CIO) van Rabobank. Hij begon zijn carrière bij Schretlen & Co waar hij van 2000 tot 2009 CIO was.





> **Ivo Batista** is Portfoliomanager en Strategist in de BNY Mellon Investment Strategy and Solutions Group (ISSG) en verantwoordelijk voor de verdere ontwikkeling en management van de geïntegreerde, multi-asset oplossingen. Hij is Voorzitter van de Investment Advies Groep van ISSG en ook lid van de Adviesgroepen voor Capital Markets- en Manager Selectie-beslissingen. Batista werkt vanuit het Londense kantoor van BNY Investment Management sinds 2003. Hij heeft CFA, FRM en CQF succesvol afgesloten.

aandacht aan het construeren van een gebalanceerde portefeuille van managers die het niet alleen in neergaande markten goed doen, maar ook in opgaande markten.'

Erwin van Hal: 'We zien in de markten steeds meer regulering, ook bij fondsbeheerders. Vooral voor de kleinere asset managers is dat een last. We zien beheerders met een klein team van vijf tot acht personen, die vervolgens twee of drie compliance officers en risicomangers moeten aannemen. Dat is echt van invloed op je inkomsten. Dat is iets wat we serieus in de gaten willen houden.'

Marco Smelter: 'Als we naar een manager kijken, beginnen we met de analyse van de asset class en de benchmark. In European high yield is de benchmark aanzienlijk veranderd na de financiële crisis, omdat de banken niet bereid waren het geld aan bedrijven te lenen, waardoor het aantal bedrijven in high yield verviervoudigde. Dus het oude defensieve spel, het vermijden van faillissementen, is hierdoor minder effectief. Dat moet je mee laten wegen in de selectie van je manager. Kortom, we kijken eerst naar de benchmark en dan naar welke manager daarbij past.'



Ivo Batista: 'De cultuur en de mensen in organisaties zijn ontzettend belangrijk. Zij vormen de pijlers voor het vertrouwen van klanten. Je wilt loyale mensen en een cultuur die gericht is op langetermijnresultaten. Als het gaat om actuele ontwikkelingen, zien we de onstuitbare opmars van passief beleggen. Die brengt nieuwe indices met zich mee, maar ook nieuwe manieren om toegang te krijgen tot verschillende beleggingscategorieën. En ik denk dat inclusiviteit en diversiteit belangrijker beginnen te worden.'

Paul Linsen: 'Wij benadrukken het belang van consistentie in de prestaties van een manager, zodat we weten wat we kunnen verwachten. Als die verwachtingen niet worden waargemaakt, is dat een reden om de relatie te beëindigen. Ook kosten zijn steeds meer een punt van overweging. Vooral in een lage rente-omgeving in fixed income wegen kosten zwaar. De toegevoegde waarde van de manager wordt dan steeds belangrijker.'

Freddy van Mulligen: 'Een andere ontwikkeling die we met name aan de aandelenkant hebben gezien, is de selectie van multifactor-indices. Dus we zijn op de een of andere manier bezig met het selecteren van indices en soms ook met het ontwerpen van indices, die vervolgens gevolgd worden door een passieve manager. Dat is een vrij nieuwe ontwikkeling die volgens mij bij sommige klanten veel aantrekkingskracht heeft. En daar zit inmiddels behoorlijk veel vermogen in.'

Martijn Elsackers: 'We zien dat klanten steeds meer beleggingsbeslissingen zelf nemen. Het selecteren van de benchmark is daar een van, maar ook eisen ten aanzien van duurzaamheid en beleggingsrichtlijnen. Ik denk dat je als investeerder moet weten wat je wilt. Door zelf te bepalen wat een vermogensbeheerder voor je doet, ben je als klant veel meer 'in control'.'

Marjoleine van der Peet: 'Ik denk dat we bij onze klanten een zeer sterke instroom zien naar mandaten op maat. Ik denk dat er minder bereidheid is om gewoon een fonds te kopen dat iemand anders heeft opgericht of aanbiedt. Iedereen wil zijn eigen richtlijnen. Dat begint vaak met eigen richtlijnen op

ESG-gebied en ontwikkelt zich al snel verder in eigen ideeën over andere richtlijnen.'

Van Hal: 'Inderdaad, iedereen heeft een andere definitie van ESG en dat maakt het lastig één standaardproduct in de markt te zetten. We zien ook een toenemende vraag naar liquide impactfondsen en dat is volgens mij ook lastig, want er is een dunne scheidslijn tussen impact investing en groen, duurzaam beleggen, vooral in de liquide ruimte. Het wordt interessant om te zien wat daar gebeurt.'

Ramon Tol: 'De grote trend is volgens mij de passivering van de beleggingsindustrie. Er bestaan tegenwoordig meer indices dan individuele aandelen. En daarnaast zien we bij onze klanten meer aandacht voor kosten, maar ook meer betrokkenheid bij de managersselectie processen. Ze willen meer weten over wat er gebeurt en hoe. Mede door regelgeving.'

Batista: 'Wat we ons wel moeten realiseren als het gaat om de structurele verschuiving naar passief beleggen, is dat veel indices en asset classes die via ETF's worden aangeboden nooit een serieuze bear market hebben meegemaakt. We weten nog niet of er fundamentele problemen kunnen ontstaan. Het stimuleringsbeleid van de afgelopen 10 jaar heeft veel volatiliteit uit de markten gehaald en de rendementsverschillen tussen asset classes verkleind, maar het is onwaarschijnlijk dat dit altijd zo zal blijven. Het is dus belangrijk om het actief-passief beleid voortdurend tegen het licht te houden.'

Hoe belangrijk is eerder behaalde alpha bij de beoordeling van een manager?

Douwe Hoekstra: 'De meeste van onze mandaten zijn (semi)-passief van aard en worden beheerd tegen een customised benchmark. In die zin zijn de standaard track records van beheerders voor ons minder relevant in een selectietraject. We willen vooral heel duidelijk kunnen zien hoe performance is opgebouwd. Ik denk dat het belang van de omvang en kwaliteit van het team afhankelijk is van de beleggingscategorie. Bij het beheer van specifieke niche-belegging-



categorieën zijn de beheerders doorgaans kleiner, maar is de ervaring van de teamleden belangrijker. Bij een meer algemeen passief aandelenmandaat, dat meer modelgedreven is, zijn de individuele teamleden misschien net iets minder belangrijk, omdat meer mensen in staat zouden zijn een dergelijk mandaat te beheren.'

Van der Peet: 'Prestaties zijn belangrijk in ons selectieproces, maar die zijn een afgeleide van al het andere. We zien het als een puzzel. Dus ons proces kan ik het beste omschrijven als kwalitatief, vooruitkijkend, in plaats van kwantitatief, achteruitkijkend.'

Smelter: 'Ik ben het daarmee eens. Natuurlijk kijken we naar de prestaties, maar het is veel belangrijker om te begrijpen waar die prestaties vandaan komen. Zoals gezegd, als de benchmarks aanzienlijk zijn veranderd, kunnen de historische prestaties minder relevant zijn. Wij vinden een kwalitatief oordeel over het proces, de mensen en de prestaties belangrijker.'

Niels Haring: 'Persoonlijk contact is voor ons belangrijk. Een bezoek ter plaatse brengen aan de externe manager, maar ook

> **Martijn Elsackers** werkt sinds 2012 als Senior Investment Manager bij Pensioenfonds Horeca en Catering. In deze rol is hij onder meer verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vermogensbeheerders. Hiervoor was hij werkzaam als Vermogensbeheerder bij levensverzekeraar Robein. Hij studeerde Commerciële Economie aan de Haagse Hogeschool. Daarnaast is hij CFA en FRM Charterholder.





> **Erwin van Hal** is Fondsanalist bij ING Investment Office en verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van de externe fondsmanagers. Hij begon zijn carrière in 1999 als Beleggingsadviseur, waarna hij vanaf 2007 bij Actiam heeft gewerkt in verschillende rollen, waaronder als Change Manager en Cliënt Relationship Manager. Van Hal is CFA en CAIA charterholder.

de analist, de handelaren. Als het moet ook in het buitenland. De mensen leren kennen die je geld beheren en weten wat hun drijfveren zijn. Dat vind ik belangrijk.'

Van Hal: 'Mee eens. Denk bijvoorbeeld aan managers die fondsen uit opkomende markten beheren. Ze hebben analistentteams over de hele wereld. Vooral dan is het van belang hoe de input van de analisten naar de portfolio-manager gaat en hoe de portfoliomanager met al die informatie omgaat. Het interne proces van besluitvorming is in zo'n geval belangrijker dan wanneer je een klein team hebt dat zich op één verdieping bevindt.'

Elsackers: 'Daar ben ik het mee eens. Ik vind het heel belangrijk om mensen binnen het bedrijf te ontmoeten die werken op verschillende afdelingen. Op deze manier krijg je meer gevoel voor de cultuur van een vermogensbeheerder en kan beter bepaald worden of er sprake is van een goede match. Daarnaast heb je snel genoeg door of de portfoliomanager oordeelt voor de meningen van anderen uit zijn team of dat hij op zijn eigen kompas vaart.'



Oké. Dus er is een grote ecologische voetafdruk in het contact met de manager.

Van Mulligen: 'Ja, ik denk dat het belangrijk is om met verschillende lagen van de organisatie te praten bij de selectie van externe managers. De uitspraken die ze doen, de indruk die ze maken, kun je tegen elkaar en tegen de RFP afzetten. Ik denk dat het belangrijk is om een holistische kijk te krijgen en te zoeken naar een consistent verhaal van de manager. Het belangrijkste waar we naar kijken, is wat deze manager onderscheidt van andere. Hoe zal dat de portefeuille ten goede komen? Kortom, wat is het bijzondere aan zijn verhaal?'

Batista: 'Een onderzoeksgebied dat we erg interessant vinden is ex-ante tijdreeksanalyse. Dit geeft een beter begrip van waar en wanneer managers bepaalde risico's namen, waardoor wij kunnen beoordelen of deze in lijn waren met hun beleggingsfilosofie, beleggingsproces en met de uiteindelijk behaalde resultaten.'

Linssen: 'Ik vind het altijd erg interessant om van managers te horen wat er misging en wat ze ervan hebben geleerd voor de toekomst. Dat geeft inzicht in het beleggingsproces, in hoe het team samenwerkt en wie er belangrijk is in het team.'

Tol: 'Performance uit het verleden is natuurlijk geen garantie voor de toekomst, maar je kunt zo veel interessante dingen doen met performance en met name attributie van data, om te zien waar de vaardigheden van een manager liggen. Is de performance gelijkmatig verdeeld over landen en sectoren? Is een outperformance echt alpha, of is het eigenlijk afkomstig uit beta-positionering, zoals value en momentum? En we vergelijken – indien beschikbaar – de performance van een strategie van een manager met een strategie die beheerd

De mensen leren kennen die je geld beheren en weten wat hun drijfveren zijn. Dat vind ik belangrijk.

wordt door hetzelfde team en langs hetzelfde proces. Genoeg mogelijkheden dus met performance (attributie) om een manager te beoordelen.'

Tuinstra: 'Kijken naar prestaties uit het verleden en de kwaliteit van het team zijn zeker relevant voor actieve strategieën. En idealiter zou je de prestaties gedurende een volledige cyclus moeten volgen. Hoe presteren managers in een neergaande markt? Aan de passieve kant ben ik het eens met Douwe: het gaat erom hoe efficiënt zij een benchmark kunnen repliceren en hoe de transactiekosten laag worden gehouden. Daarnaast kunnen passieve managers wel degelijk een 'edge' hebben.'

Tol: 'Passief management behelst inderdaad meer dan alleen maar de benchmark tracken tegen zo laag mogelijke kosten. Passieve managers kunnen waarde toevoegen aan de hand van 'intelligent indexing' door slim om te gaan met corporate actions, fusies en overnames en te anticiperen op indexveranderingen. En er is veel te winnen met intelligente indexering. De citroen een beetje meer uitpersen kan je een paar basispunten extra rendement geven, wat kan helpen de transactiekosten goed te maken.'

Van Wersch: 'Het blijft altijd belangrijk om via performance-attributie te achterhalen of managers doen wat ze zeggen. Bij het beoordelen van het historische track record is het van belang of deze is opgebouwd met veel of weinig AUM. Voor sommige producten lijkt de sweet spot te zitten in managers die niet te weinig in plaats van te veel AUM hebben in deze specifieke beleggingscategorie. Als de analyse van ondernemingen belangrijk is, zoals bij High Yield, gebruiken we vaak dezelfde casussen en beoordelen dan wat het verschil in analyse (aanpak) is tussen managers. Zo kunnen we een goede peer group-analyse uitvoeren op deze skill. Daarnaast is het goed om aparte sessies te hebben met portfoliomanagers en -analisten om te controleren of hun individuele verhalen consistent zijn.'

Hoe belangrijk vinden jullie RFP's en hoe definieer je succes bij de selectie van managers?

> **Niels Haring** is het grootste gedeelte van zijn carrière actief in asset management. Sinds 2003 is hij in dienst bij TKP Investments (TKPI). TKPI is een handelsnaam van Aegon Investment Management BV. Haring is hier sinds 2014 Head of Equities & Fixed Income. Voordat hij naar TKP Investments kwam, werkte hij ruim vier jaar als beleggingsadviseur bij de Rabobank. Haring studeerde Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen met als specialisatie financiering en belegging. Hij is een CFA® charterholder.



Haring: 'Een RFP is belangrijk om op een gestructureerde manier informatie te verkrijgen over verschillende managers. Maar een managerselectie zou een dynamisch proces moeten zijn, in plaats van een statisch proces. Ik geef daarom de voorkeur aan een continue monitoring van het hele universum en het van tijd tot tijd opvragen van RFP's van interessante managers. Dan ben je veel wendbaarder, kun je je portfolio wijzigen wanneer je dat wilt en hoef je je niet te houden aan de richtlijnen die je in het RFP-proces hebt vastgelegd.'

Van Mulligen: 'Ik denk dat verreweg de meeste RFP's te lang zijn en meestal ook erg saai. De vragen die je hebt gesteld worden vaak niet beantwoord. Ze hebben een zekere waarde als naslagwerk, maar je krijgt er doorgaans weinig nuttige informatie uit. Niettemin, een RFP die eruit springt, kan grote toegevoegde waarde hebben.'

Goede managers hebben soms slechte RFP's.

Smelter: 'RFP's zijn niet altijd even goed, maar we gebruiken ze toch als een hulpmiddel om verdere informatie te verkrijgen. Het is maar één stap in het proces en we zullen nooit een manager afwijzen vanwege alleen maar een slechte RFP.'





> **Douwe Hoekstra** is Senior Investment Manager bij het ABN AMRO Pensioenfonds. Hij houdt zich voornamelijk bezig met de selectie en monitoring van de externe beheerders van het Pensioenfonds. Hiervoor was hij Hoofd Vermogensbeheer ABN AMRO Private Banking Zwitserland. Hij startte zijn loopbaan als management trainee bij ING en hij heeft voor ING Investment Management als aandelenanalist in Hong Kong gewerkt.

Tuinstra: 'Ik vind RFP's wel nuttig, maar de kwaliteit van de antwoorden hangt ook af van de vraagstelling. Hoe preciezer de vraag, des te specifiek het antwoord. Daarnaast zijn we aan de illiquide kant gewend om met datarooms te werken. Denk aan Intralinks, waar externe managers één DDQ aanleveren die voor alle investeerders beschikbaar is. Als je dan nog specifieke vragen hebt, kun je die direct aan hen stellen. Misschien kunnen we aan de liquide kant ook over zo'n oplossing nadenken.'

Batista: 'We delen de zorg over de wisselende kwaliteit van de antwoorden op RFP's. Een mechanisme voor eenvoudige feedback op individuele RFP-vragen zou welkom zijn. Derde partijen zouden hierbij kunnen bemiddelen door feedback van managersselecteurs en scores uit databases te delen met fondsmanagers.'

En de vergoeding, hoe denken jullie daar zoal over?

Van Hal: 'Een vergoeding is niet doorslaggevend in onze besluitvorming. Als een manager niet langer voldoet aan onze wensen, is dat een reden voor deselectie. Een verlaging van de fee zal hierin geen verandering brengen.'

Van Wersch: 'In het verleden hebben we soms de fout gemaakt door te veel te onderhandelen over de vergoeding, vooral met managers in EMD (emerging market debt) of valuta. Mijn persoonlijke mening – die niet per se de PGGM-filosofie is – is dat je niet altijd voor de laagste prijs moet kiezen. Natuurlijk is er een verschil tussen een passieve manager en een actieve manager. Wat we in het verleden hebben gezien, is dat veel van onze klanten ons mandaten hebben gegeven met zeer strikte beperkingen en richtlijnen, waardoor je uiteindelijk een actieve vergoeding betaalt voor een passief mandaat. Maak mandaten dus eenvoudiger, met minder beperkingen en focus op de belangrijkste risicocriteria in die specifieke asset class.'

Haring: 'Een performance fee kan heel waardevol zijn, vooral in portefeuilles met een hoger risico, mits met een plafond en afgesproken over een periode van een paar jaar.'

Elsackers: 'Wij hebben de voorkeur voor een vaste vergoeding boven een performance fee. Zo weten we van tevoren wat we kwijt zijn. Daarnaast is er ook zonder performancevergoeding sprake van 'alignment', omdat de vergoeding afhankelijk is van het beheerd vermogen. Presteert hij goed, dan zal zijn vergoeding in Euro's hoger zijn.'

Van der Peet: 'Wij zijn niet voor performance fee met liquide strategieën. Het punt is dat je bij een performance fee het belang van de persoon die het geld beheert en investeert, moet afstemmen op het belang van de eigenaar van het geld. De klant dus. Vaak gaat de fee naar het management, niet naar de persoon die daadwerkelijk belegt. En welke structuur je ook opzet, de belangen zullen nooit helemaal samenlopen.'

Ik vind het altijd erg interessant om van managers te horen wat er misging en wat ze ervan hebben geleerd voor de toekomst.



> **Paul Linssen** is Senior Portfoliomanager bij InsingerGilissen en Hoofd Fondsenselectie van KBL European Private Bankers (waar InsingerGilissen onderdeel van is). Hij is verantwoordelijk voor het management van een aandelenfondsenbeheerpropositie, alsmede een Europees 'fund of funds'. In 2011 is Linssen begonnen als Fondsenanalist en Fondsen Portefeuillemanager bij Theodoor Gilissen Bankiers. Zijn carrière binnen de financiële sector is hij begonnen als Aandelenanalist en later Portefeuillemanager Europese aandelen bij Petercam in Amsterdam (2001-2010). Linssen is afgestudeerd bedrijfseconoom aan de Tilburg University.



Smelter: 'Wij staan open voor vaste en prestatieafhankelijke beloningen, maar op een prestatie-afhankelijke beloning moet je wel een maximum stellen. En er moet een claw back-regeling zijn. Het opzetten van zo'n structuur is erg lastig, waardoor we in de praktijk kiezen voor een vaste vergoeding.'

Staan de vergoedingen onder druk?

Van Mulligen: 'Je hoort tegenwoordig veel over druk op de kosten, maar vermogensbeheer is nog steeds een zeer, zeer, zeer winstgevende business. Ik denk dat we ons namens klanten best stevig op mogen stellen in onderhandelingen met vermogensbeheerders.'

Tuinstra: 'Ik wil nog even ingaan op de vraag over succesfactoren en wanneer je een manager zou ontslaan. Ik denk dat we van succes kunnen spreken wanneer een manager levert wat hij beloofd heeft. En dat is niet alleen op basis van het rendement, maar ook of het proces gevolgd is, de portefeuille gediversifieerd is, er correct gerapporteerd is, de kwaliteit van het team nog steeds op peil is, et cetera. En als deze manager zijn rendementsdoelen niet gehaald heeft, hebben ze dan echt ondermaats gepresteerd? Niet per se. Het kan een lastige markt zijn geweest met weinig dispersie tussen managers.'

Dan over naar ESG en Impact Investing. Wil iemand daar om te beginnen een exacte definitie van geven?

Van der Peet: 'Wel, we houden vast aan de oorspronkelijke definitie, zoals het Rockefeller-instituut die al tijdens de bijeenkomst in Bellagio heeft opgesteld. Je moet de intentie hebben om impact te genereren, het moet een marktconform financieel rendement opleveren en de impact moet kunnen worden gemeten. Een vierde criterium – maar dat staat ter discussie – zou kunnen zijn: additionaliteit. Dus wat zou er gebeurd zijn als je je geld niet had geïnvesteerd? Op basis hiervan hebben wij aanvullende criteria bedacht voor onze impactinvesteringen en impactmanagers, bovenop het reguliere proces. We hebben een ESG-vragenlijst en een ESG-rating voor al onze beleggingen en we hebben daarbovenop ook nog eens nóg een impactvragenlijst en een impact-rating voor dat type managers.'

Tuinstra: 'Deze vraag leeft bij ons, omdat we ons hier nog in een oriëntatiefase bevinden. Waar we het wel over eens zijn, is dat we een andere set selectiecriteria nodig hebben dan voor traditioneel vermogensbeheer. Dit komt onder andere door een gebrek aan track record, greenwashing in plaats van impact beleggen en het mixen van categorieën in één fonds: private equity, private debt, infrastructuur en durfkapitaal. Ook de moeilijkheid om het marktrendement van sommige van

> **Freddy van Mulligen** is manager van het team dat externe aandelen- en vastrentende managers selecteert bij Achmea Investment Management en daarnaast is hij Senior Portfolio Manager in het External Manager-team bij hetzelfde bedrijf. Van Mulligen was tot 2011 hoofd research bij Morningstar Benelux (2000-2011). Hij startte zijn carrière bij een grote vermogensbeheerder. Al snel specialiseerde hij zich in de beoordeling en selectie van vermogensbeheerders binnen en buiten Nederland. Van Mulligen is afgestudeerd in Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.





> **Marjoleine van der Peet** is Senior Portfolio Manager bij Kempen Capital Management. Zij zit in het multi-manager team van Kempen en is Portefeuillemanager van de Global Impact Pool. Voordat zij bij Kempen kwam werken, was ze werkzaam bij GAM Plc in Londen, waar ze verantwoordelijk was voor het managen van de Europese equity long short-portefeuille. Haar carrière is ze begonnen bij Towers Watson in het investment consultancy-team. Van der Peet heeft een masters degree Financiële Economie van de Universiteit van Amsterdam en heeft de CFA designation.

deze strategieën te beoordelen, de relatief hogere vergoedingen en kleine fondsvomvang maken het lastig.'

Smelter: 'Voor aandelen zijn veel data beschikbaar, van allerlei soorten, maar voor fixed income is dat veel minder het geval. Daar zijn allerlei redenen voor op te noemen, maar feit is dat dit het moeilijker maakt om ESG-strategieën daar te implementeren en te beoordelen. Daardoor is ESG-integratie bij aandelen wat verder ontwikkeld dan bij fixed income.'

Green bonds veranderen dat.

Elsackers: 'Wij zien groene obligaties als een vorm van impact investing. Het voordeel van groene obligaties is dat er al standaarden en eisen zijn waaraan een bedrijf moet voldoen wil het een groene obligatie uitgeven. Dit maakt dat rapporteren over de impact bij deze beleggingscategorie steeds eenvoudiger wordt.'

Van Hal: 'Rapportage is een belangrijk punt. Veel managers zeggen dat ze ESG-beleggen, maar doen dat niet. En er zijn erbij die het wel goed doen, maar er niet duidelijk over communiceren. Dan kun je de conclusie trekken dat de

manager geen duurzame belegger is, terwijl hij dat wel is. Dus in de rapportages en communicatie valt nog veel te verbeteren.'

Van Wersch: 'Green bonds zijn onderdeel van impact beleggen en passen uitstekend in onze ambitie om financieel en duurzaamheidsrendement met elkaar te combineren. De vraag is op welke manier impact beleggen geïntegreerd wordt. Via een apart mandaat of fonds of als onderdeel van een breder mandaat? Soms worstelen we daar nog mee. Vaak zijn marktgewogen indices de benchmark en van impactbeleggen wordt verwacht dat het financieel rendement op langere termijn hieraan tenminste gelijk is. Om managers te sturen naar bepaalde ondernemingen, wordt soms gekozen om het universum te beperken en de benchmark aan te passen. Hierdoor wordt het speelveld van de manager wel bewust verkleind en de vraag is dan of dit niet ten laste gaat van het langetermijnrendement. Wellicht is het zuiverder om impact te meten versus de standaard benchmark en ruimte te maken in het mandaat, zodat de toegevoegde waarde van de manager zuiverder gemeten kan worden.'

Linszen: 'We zien grote verschillen tussen klanten. Sommige kanten zijn heel uitgesproken in hun wensen en willen een specifiek duurzaam mandaat. Bij onze duurzame fondsen kijken we naar specifieke ESG-criteria en vinden we het belangrijk dat duurzaamheid in het DNA van de manager zit en niet alleen in de portefeuille-holdings. Andere klanten zijn minder uitgesproken. Daarvoor beleggen we ook op verantwoorde wijze, maar worden minder uitsluitingscriteria gehanteerd. We zien ook dat de interpretatie van verantwoord beleggen verder evolueert.'

Maak mandaten eenvoudiger, met minder beperkingen en focus op de belangrijkste risicocriteria in die specifieke asset class.



> **Marco Smelter**, Director of Research bij Corestone Investment Managers, is mede verantwoordelijk voor het beheren van de klantportefeuilles en geeft leiding aan het research team. Ook is hij lid van het investment committee. Voordat hij in 2012 bij Corestone startte, was hij Senior Analyst bij Theta Capital Management, een Fund of Hedge Fund Manager in Nederland. Daarvoor was hij Senior Analyst bij Mn Services, een Fiduciair Manager in Nederland. Smelter is afgestudeerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, waar hij Financiële Economie studeerde.



Dan technologie. Er komt natuurlijk een tijd waarin de algoritmes het overnemen. Misschien maken ze je werk makkelijker. Is die tijd al aangebroken, of is dat iets voor de toekomst? Wie gebruikt databases, algoritmes of kunstmatige intelligentie?

Van Mulligen: ‘Voor het selecteren van managers? Nee, dat doen we nog niet. We gebruiken wel data, veel meer data dan vroeger. En we hebben betere tools om die te analyseren en we verzamelen meer portefeuilles dan we vroeger deden, maar het is nog ver van ons vandaan om dat volledig geautomatiseerd te analyseren. Het woord ‘vertrouwen’ is al genoemd. Ik denk dat onze klanten nog steeds meer vertrouwen hebben in ons dan in algoritmes.’

Smelter: ‘Er zijn inderdaad veel meer gegevens – en gegevens van hogere kwaliteit – beschikbaar dan in het verleden. Die zijn ook nodig bij cliëntrapportages. Technologie en data worden steeds belangrijker, maar wij zijn van mening dat je niet alleen kunt vertrouwen op kunstmatige intelligentie in de besluitvorming. Het is de mens die het kader ontwerpt voor de selectie van de portefeuillebeheerder en de portefeuille beheert.’

Tol: ‘Ik denk dat AI en Big Data gebruikt kunnen worden als ondersteunend instrument in het managersselectie proces, maar je hebt altijd het menselijke oordeel nodig. Als voorbeeld

weet ik dat er een grote Japanse institutionele belegger is die kunstmatige intelligentie gebruikt om stijldrift te detecteren, of om te detecteren waar de managers afwijken van hun processen, maar waarschijnlijk kun je dat ook doen met behulp van Factset of andere softwarepakketten. Echt uniek lijkt het daarom niet. We gebruiken in een selectietraject echter meer data dan voorheen. Dat is zeker.’

En zijn het allemaal harde data, of gebruik je ook zachtere data, zoals uit sociale netwerken?

Tol: ‘Niet in dit stadium. Het zijn echt harde gegevens uit managerdatabases: performance-attributies, risico-attributies, teamveranderingen; dat soort gegevens.’

Haring: ‘Een interessante toepassing is monitoring: zien hoe de manager zich in de dagelijkse praktijk gedraagt. We hebben een zeer sterke voorkeur voor gescheiden accounts, zodat je kunt zien wat de manager dagelijks doet, of hij zich daadwerkelijk houdt aan zijn regels. Ik denk dat dat een nog beter instrument is dan het verkrijgen van gegevens van een externe bron. Het zien van de dagelijkse transacties in gescheiden accounts is naar mijn mening de belangrijkste vorm van toezicht op de manager.’

Elsakkers: ‘Een groot voordeel van de grotere beschikbaarheid van data is dat het je in staat stelt de prestaties van de

> **Ramon Tol** is afgestudeerd econoom (UVA) met een specialisatie in beleggingstheorie en kwantitatieve economie. Tol werkt sinds februari 2000 bij Blue Sky Group, waar hij als Senior Fund Manager aandelen verantwoordelijk is voor aandelenmanagerselectie & -monitoring. Daarnaast is hij medeverantwoordelijk voor transitie. Tol spreekt regelmatig op congressen en publiceert regelmatig in diverse vakbladen over bovengenoemde onderwerpen. In 2016 en 2017 publiceerde hij twee artikelen over transitie management in de Journal Of Trading.





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

vermogensbeheerder te vergelijken met de prestaties van haar 'peers'. In het selectieproces is het zeker ook een voordeel, maar een groot stuk van het selectieproces blijft toch een kwalitatieve afweging die meer gedreven wordt door de persoonlijke contacten met de vermogensbeheerder.'

Tuinstra: 'We staan positief tegenover Big Data en kunstmatige intelligentie. Die laatste technologie met name op het gebied van machine learning. Bijvoorbeeld bij het detecteren van reputatierisico. Als een bedrijf al een paar keer de fout in is gegaan, wat zegt dat dan over de toekomst? Wil je belegd zijn in zo'n bedrijf? Een ander voorbeeld is 'nowcasting', waar op basis van big data fundamentals van een bedrijf worden voorspeld, voordat het management van het bedrijf zich daarvan bewust is. Ook denk ik dat het mijn werk een beetje gemakkelijker kan maken en dat het ons nieuwe methoden brengt om externe managers te beoordelen. Wat als we bijvoorbeeld cv's met AI kunnen analyseren?'

Batista: 'De kwaliteit, beschikbaarheid en standaardisering van data in de beleggingsindustrie is de afgelopen jaren continue verbeterd. Dat zal een cruciale rol spelen bij de ontwikkeling en toepassing van AI-tools bij managerselectie. Sommige van deze tools zijn al in gebruik. De bredere

beschikbaarheid van realtime data, zou een enorme stap vooruit betekenen voor de ontwikkeling en toepassing van AI-tools over het gehele spectrum van het beleggings-universum, zowel in de selectie als beoordeling van managers.'

Laten we het tot slot over de toekomst hebben. Wat zijn de toekomstperspectieven voor de opdrachten die u van klanten krijgt en wat is de toekomst van managerselecties?

Smelter: 'Wij zijn van mening dat de selectie van managers ook in de toekomst zeer belangrijk zal blijven, maar dat het meer een geïntegreerde oplossing zal zijn, met bijvoorbeeld portefeuilleconstructie of ESG, factorbeleggen, enzovoort. Het maakt dus meer deel uit van een breder dienstenpakket.'

Hoekstra: 'We hebben de selectie van managers altijd zelf uitgevoerd en ik verwacht dat we dat blijven doen omdat het zo'n belangrijk proces is. Mogelijk zullen we in de toekomst meer gebruik maken van externe middelen zoals databases en alternatieve data om ons te ondersteunen in het selectieproces.'

Tol: 'Twee dingen: een meer datagestuurd en een meer ESG-'minded' managerselectieproces.'

Van Wersch: 'Ik sluit me aan bij Ramon dat betere analyse van beschikbare data door het slim toepassen van de juiste tooling steeds belangrijker wordt, naast de continue vooruitgang die we op ESG-integratie willen bereiken.'

Van Mulligen: 'Ik denk dat er een goede toekomst is voor de selectie van managers. Waar de pool van beleggingsprofessionals in Nederland krimpt, denk ik dat het aantal mensen dat betrokken is bij de selectie en monitoring van managers nog steeds in aantal toeneemt.'

Verwacht je een consolidatie in managerselectie?

Van Mulligen: 'Waarschijnlijk wel, maar de groep professionals die managers selecteert zal daar niet kleiner door worden en



> **Raymond van Wersch** startte na de studie economie (Tilburg) bij de Rabobank (Emissies & Syndicaten). In 1994 werd Achmea zijn nieuwe werkgever, waar hij diverse vastrentende portefeuilles heeft beheerd. Vanaf 2001 heeft hij bij NIBC Asset Management de Europese High Yield portefeuille opgezet en beheerd (later ABP). In 2005 vervolgde hij zijn loopbaan bij PGGM waar hij zowel in private markten als publieke markten verschillende kredietportefeuilles heeft beheerd. Momenteel houdt Van Wersch zich binnen PGGM Manager Selectie bezig met High Yield en EMD.



waarschijnlijk in omvang toenemen. Natuurlijk, kleinere pensioenfondsen of kleinere klanten die wel een eigen managerselectieteam hebben, zullen dat waarschijnlijk uitbesteden, maar uiteindelijk is de functie van managerselectie voor beleggers heel belangrijk.'

Van der Peet: 'Ik verwacht meer invloed van Big Data, meer ESG-gestuurde mandaten en meer maatwerk.'

Van Hal: 'Nog iets over Big Data. We hebben het gehad over de impact van Big Data op het selectieproces, maar ik denk dat het ook van invloed zal zijn op actieve managers, omdat zij proberen inefficiënties in de markt uit te buiten om alpha te genereren. Met de toenemende beschikbaarheid van Big Data voor beleggers zal het benutten van deze inefficiënties steeds moeilijker worden.'

Batista: 'Stijgende kosten door verdere regulering, gecombineerd met druk op de fees voor managers, stimuleren verdere consolidatie in de sector, terwijl managers rendement proberen te behalen in een steeds concurrerende omgeving. Op de middellange tot lange termijn zullen er steeds minder

nieuwe toetreders tot de markt zijn en zal de concurrentie minder worden, wat niet per se een gunstige ontwikkeling is voor managerselecteurs en hun klanten.

We hebben de laatste tijd weinig wijzigingen gezien in managerselectie opdrachten, hoewel de vraag naar bepaalde alternatieve asset classes is gedaald. Vooral bij hedge funds waar de rendementen ten opzichte van de kosten in de afgelopen jaren relatief beperkt waren. Maar goed, op de langere termijn zien we externe managerselectie als iets wat alleen maar in belang zal toenemen. Vermogens groeien wereldwijd, zowel institutioneel als op retail gebied, vooral in Azië, en professioneel management blijft belangrijk om die rendabel te beheren.'

Een groot voordeel van de grotere beschikbaarheid van data is dat het je in staat stelt de prestaties van de vermogensbeheerder te vergelijken met de prestaties van haar 'peers'.

CONCLUSIE

Hoe ziet de ideale externe manager eruit? Dé ideale manager bestaat niet, daarvoor is de behoefte onder klanten te divers. Maar, misschien niet heel verrassend, ESG is niet meer weg te denken. Klanten vinden het zo belangrijk dat het zelfs 'in het DNA van de manager' moet zitten. Als er iets blijkt uit deze Ronde Tafel, is het dat pensioenfondsen een hechtere band willen met de teams die hun geld beleggen. Dialoog en kennisuitwisseling zijn belangrijk nu het kennisniveau bij pensioenfondsen almaar hoger wordt. Big Data, steeds verfijndere algoritmes en kunstmatige intelligentie zijn aan een opmars bezig

en worden verwelkomd. Het kan het werk van selecteurs makkelijker maken en met data kun je tot in detail zien hoe een manager zich gedragen heeft onder verschillende marktomstandigheden. Maar de mens staat uiteindelijk centraal, vinden de deelnemers. Vertrouwen gaat boven alles. Performance is belangrijk, maar nog belangrijker is hoe die gerealiseerd is. Heeft de manager zich aan zijn plan gehouden? Wat de beloning betreft, geniet een vaste vergoeding de voorkeur. En de toekomst? Die ziet er volgens de deelnemers goed uit. De vraag naar managers en hun selecteurs blijft groot, verwachten zij.

Hoe selecteer je de juiste externe manager?

DOOR JOLANDA DE GROOT

Met het toenemende belang van ESG en de opkomst van nieuwe technologieën worden steeds hogere eisen aan externe managers gesteld. Dit vraagt ook meer van de mensen die verantwoordelijk zijn voor de selectie van externe managers. Financial Investigator stelde een aantal vragen over dit onderwerp aan Rishma Moennasing, Lead Fondsen en Duurzaamheid bij Rabobank.

Wat zijn de belangrijkste aspecten waarmee rekening wordt gehouden bij de selectie van externe managers?

Naast de analyse van kwantitatieve gegevens, zoals risico- en rendementcijfers, consistentie van de performance en attributie, factor- en stijlanalyses, richten we ons vooral op de kwaliteit van het team en het beleggingsproces. Bij kwaliteit bekijken we de samenstelling en de achtergrond van het team. Hoeveel kennis en ervaring hebben ze en vullen de teamleden elkaar goed aan qua opleidingen en expertise? En krijgen zij voldoende ruimte om elkaar uit te dagen in de investment cases? We geven de voorkeur aan teams met een grote diversiteit. Wetenschappelijke studies bevestigen dat beleggingsteams met een hoge diversiteit betere risico- rendementcijfers weten te behalen, mede doordat vanuit diverse invalshoeken naar kansen in de markt wordt gekeken.

Daarnaast geven we de voorkeur aan leadmanagers met veel ervaring, die al een langdurige bull-en-bear-market hebben meegemaakt. Zij hebben verschillende markten doorstaan en weten uit ervaring hoe ze een portefeuille moeten positioneren om in te spelen op de verschillende marktomstandigheden. Bovendien blijven ze in wispelturige tijden trouw aan hun strategie en core investment-beliefs.

Verder zijn het enthousiasme en de motivatie van een leadmanager en het team van belang. Dit merken we bijvoorbeeld aan de gesprekken die we hebben met teamleden en aan de activiteit op social media of de boeken die ze publiceren. Maar ook nevenactiviteiten van een beheerder zijn van belang. Betrokkenheid bij onderwijs helpt bij het vergroten van kennis en het opdoen van nieuwe inzichten. Dit zijn de beheerders die altijd met hun vak bezig zijn en een stap verder gaan om alpha te genereren. Uiteindelijk investeren we niet in een strategie, maar in de kennis en ervaring van een team in een strategie. Dit geldt niet alleen voor beheerders die puur aandelenselectie doen

op basis van fundamentele analyses, maar ook voor quantstrategieën. Juist daar zijn de al eerder genoemde punten van belang.

Tot slot bekijken we de cultuur en kernwaarden van een vermogensbeheerder. Hierbij beoordelen we ook de kernstrategieën van een vermogensbeheerder. Dit zijn de toppers die een consistent rendement weten te behalen en dit zijn ook de strategieën waarbij een vermogensbeheerder blijft investeren in mensen en middelen. De cultuur van een organisatie is van belang, omdat die iets zegt over hoe een vermogensbeheerder omgaat met talent en de juiste mensen binnen weet te halen en weet te behouden. Bij sommige vermogensbeheerders begin je als analist en mogen alleen de meest succesvolle analisten na een tijd een eigen fonds beheren, waardoor het kaf van het koren wordt gescheiden. We zien dat deze managers vaak succesvol zijn. Maar een team met ervaren analisten (career analisten) heeft ook zijn voordelen. Het verhoogt de kennis binnen een team.

Welke andere factoren zijn belangrijk bij de selectie van externe managers?

Een asset manager moet aan onze ESG-criteria voldoen, zoals het ondertekenen van de UNPRI. Daarnaast zien we graag dat de focus op ESG-factoren een integraal onderdeel is van het beleggingsproces. Bij strategieën met een focus op de factor quality zien we vaak dat de corporate governance van bedrijven meeweegt. Maar ook de focus op de E (environment) en de S (social) willen we graag terugzien in

Wetenschappelijke studies bevestigen dat beleggingsteams met een hoge diversiteit betere risico- rendementcijfers weten te behalen.

We zien ook dat het gebruik van big data en artificial intelligence een steeds belangrijker plek krijgt in het beleggingsproces bij asset managers.

de analyses en meewegen in de beleggingskeuzes van beheerders. Verder moedigen we een actief eigenaarschap aan, waarbij een asset manager door engagement en haar stemrecht belangrijke veranderingen weet te bereiken bij bedrijven. We vinden het ook belangrijk dat een asset manager hier transparant over is en over deze zaken periodiek rapporteert. Voor donkergroene fondsen geldt een uitgebreider ESG-beleid en rapportage. Het verkrijgen van bruikbare ESG-data is nog een uitdaging voor asset managers, maar het wordt steeds meer een integraal onderdeel van het beleggingsproces. We vinden het bemoedigend om te zien dat deze focus op ESG steeds groter wordt.

We zien ook dat het gebruik van big data en artificial intelligence een steeds belangrijker plek krijgt in het beleggingsproces bij asset managers. Deze bevinden zich in een pril stadium, waardoor onvoldoende bewijs beschikbaar is of AI ook bijdraagt aan betere resultaten. Het is wel een ontwikkeling die we nauw blijven volgen.

Een andere factor die we bekijken, is of een team zich laat voeden met externe expertise, zoals deskundigen op bepaalde terreinen of een adviesboard. Met name bij sector- of trendvolgende fondsen kan dit van belang zijn. Een beheerder voor robotica-aandelen laat zich bijvoorbeeld bijpraten door een expert over nieuwe technologieën, zodat die op de hoogte blijft van ontwikkelingen om zijn strategie goed uit te voeren.

Zijn er bepaalde asset classes en/of regio's waar het moeilijker is om externe managers te selecteren?

Voor nichestrategieën in minder liquide markten, zoals artificial intelligence, cybersecurity of frontiermarkten, is het moeilijker om goede strategieën te vinden. De meeste nichestrategieën kunnen maar een beperkte vermogensomvang (AUM) beheren en gaan vrij snel op slot voor nieuwe beleggers. Bij de strategieën die wel open blijven, kan op den duur stijldrift ontstaan, of ze hebben een minder zuivere exposure naar het betreffende thema.

Verder is het een uitdaging om de verschillende duurzame en impactfondsen te vergelijken door het gebrek aan standaard raamwerken. Iedere asset manager heeft haar eigen ESG-beleid en zijn eigen manier om impact te meten en te rapporteren. Zo kan de indeling van bedrijven naar de verschillende SDG-doelen, de clustering van deze doelen en de behaalde impact per strategie verschillen, waardoor een goede vergelijking lastig is.

Wat is de invloed van de grote push richting passief beheer op de selectie van externe managers?

De groei van passieve strategieën maakt dat je als selecteur meer te kiezen hebt. Passief beheer biedt perspectief op een goedkope beta-exposure in markten waar actief beheer weinig waarde toevoegt. Voor minder efficiënte markten kan actief beheer weer zinvol zijn.

We zien ook dat door de groei van passief de druk op actieve managers toeneemt om met een strategie te komen die sterker onderscheidt van een benchmark, mede door de active share te verhogen of meer buiten de benchmark te beleggen. Hierdoor wordt een goede performancevergelijking tussen de benchmark en concurrerende strategieën lastiger. Daarnaast neemt de druk om de kosten te verlagen toe. Niet alleen voor actieve beheerders, maar zelfs bij passief zien we een verdere verlaging van de tarieven. Hierdoor rijst de vraag hoe straks de businessmodellen van asset managers eruitzien. We zien nu al dat asset managers gericht kiezen voor óf actief óf passief, of zich gaan specialiseren in thematisch beleggen. Het probleem voor deze vermogensbeheerders is dat het aanbod van thematische ETF's met lagere tarieven ook toeneemt. Kortom, als selecteur ben je je ervan bewust dat de groei van passief zorgt voor een nieuw evenwicht en nieuwe businessmodellen in deze business. «



RISHMA MOENNASING

Als bank op weg naar een duurzame toekomst

DOOR JOLANDA DE GROOT

Tegenwoordig kan niemand meer om het thema ESG heen. Zeker van grote banken wordt verwacht dat zij verantwoordelijkheid nemen en zich actief inzetten voor een duurzame toekomst. Maar hoe geeft een grote bank hier concreet invulling aan? Financial Investigator sprak hierover met Kees van Dijkhuizen, CEO van ABN AMRO Bank.

Welke aspecten van ESG liggen u persoonlijk na aan het hart? En heeft dat ook invloed op de keuzes van ABN AMRO Bank?

'Laat ik beginnen te zeggen dat ik heel blij ben met alle aandacht voor het thema duurzaamheid. Ik denk dat de meeste mensen en bedrijven inmiddels wel inzien dat dit een van de belangrijkste maatschappelijke thema's van onze tijd is.

Ik ga ervan uit dat wij allemaal deze wereld een stukje beter willen doorgeven aan onze kinderen dan we hem hebben aangetroffen. Dat is in ieder geval wat mij motiveert en persoonlijk aan het hart gaat. Als ik terugkijk op mijn eigen carrière, dan ben ik al vrij vroeg in aanraking gekomen met duurzaamheid. Toen ik nog op de middelbare school zat heb ik 'Grenzen aan de groei' gelezen van de Club van Rome, dat toen al indruk op mij maakte. Als jonge ambtenaar ben ik 30 jaar geleden betrokken geweest bij de opstelling van het eerste Nationaal Milieu Beleidsplan onder leiding van Ed Nijpels. De inzichten die ik toen heb opgedaan, zijn mij in mijn carrière altijd bijgebleven.'

Wat is de belangrijkste les geweest?

'Er zijn veel belangrijke lessen te noemen, maar een daarvan is wel dat het streven naar een duurzamere samenleving geen concurrentierace tégen elkaar moet zijn, maar een reis mét elkaar naar een gemeenschappelijk doel. Als dat een belangrijk principe is, dan wordt samenwerken heel vanzelfsprekend. Bij ABN AMRO is ons doel dan ook om onze klanten te helpen die transitie te maken en te versnellen. Wij willen daarbij niet met het vingertje wijzen, maar het goede voorbeeld geven en klanten inspireren.'

Gaat het u vooral om de energietransitie of om meer?

'Duurzaamheid is bij ons inderdaad meer dan alleen maar groen. Voor het beleid van de bank op het gebied van duurzaamheid hebben wij gekozen voor drie Sustainable Development Goals (SDGs) van de VN: SDG 8 (Decent Work and Economic Growth), SDG 12 (Responsible Consumption) en SDG 13 (Climate Action).

Die keuze laat zien dat duurzaamheid voor ons veel breder is dan alleen de kachel lager zetten en een trui aan doen. Het heeft voor mij ook te maken met 'social impact'. Zo hebben we recent bijvoorbeeld de Overwaarde Hypotheek in de markt gezet, waarmee senioren de overwaarde van hun woning kunnen gebruiken om hun inkomen aan te vullen of om aan hun kinderen te schenken, zónder dat ze hun huis hoeven te verkopen. Of door veel pro-actievere maatregelen te nemen om te voorkomen dat mensen in problematische schulden terechtkomen. Dat is vrij dicht bij huis. Maar we stellen bijvoorbeeld ook hoge eisen aan mensenrechten en fatsoenlijke arbeidsomstandigheden in onze financieringsvoorwaarden aan bedrijven.'

Hoe vertaalt zich dat in de keuzes die de bank maakt?

'Het 'groene deel' van duurzaamheid gaat bij ons vooral over onze klanten helpen met het versnellen van de energietransitie, het stimuleren van een circulaire economie en het terugbrengen van de negatieve impact op het milieu. Wij gaan onze klanten, zowel particulieren als zakelijke klanten, dus helpen hun gebruik en productie van fossiele brandstoffen om te buigen naar meer duurzame energie zoals wind- en zonne-energie. En wij weten heel goed dat dit proces bij bedrijven anders gaat dan bij particuliere klanten.

Bedrijven lopen soms al voor op ons. Die zijn allang bezig met waar zij over tien, twintig jaar willen zijn. Dat is heel belangrijk voor ze. Als ik bij een scheepsbouwer kom, hoef ik hem niks te vertellen over het belang van duurzaamheid. Die bouwt een schip dat vijftientwintig jaar mee moet. Als die over tien jaar niet meer aan de milieueisen voldoet en aan de ketting moet, dan kan hij de winkel wel sluiten.

Het streven naar een duurzame samenleving moet geen concurrentierace tégen elkaar zijn, maar een reis mét elkaar naar een gemeenschappelijk doel.

Duurzaamheid is voor ons veel breder dan alleen de kachel lager zetten en een trui aandoen.

Voor particuliere klanten, zoals huiseigenaren, werkt het heel anders. Wij willen dat in 2030 alle woningen van onze hypotheekklanten gemiddeld een energielabel A hebben. Tegelijk weten wij dat particulieren vaak niet € 20.000-30.000 op de plank hebben liggen om direct te investeren in zonnepanelen en een warmtepomp. Toch gaan we bij iedere gelegenheid met hen hierover in gesprek en laten we zien wat het voor hen kan betekenen.'

Hoe geeft ABN AMRO Bank concreet invulling aan het onderwerp ESG en duurzaam beleggen?

'Wij willen onze klanten helpen om rendabel te beleggen in ondernemingen of instellingen met oog voor ecologische (milieu), sociale (maatschappij) en governance (bestuur) (ESG)-aspecten. Dit laatste doen we op twee manieren: negatieve impact verminderen, bijvoorbeeld door belangen uit te sluiten in ondernemingen die maatschappelijke of milieuschade veroorzaken zoals producenten van tabak of vuurwapens. Tegelijk willen we positieve impact bevorderen: bijvoorbeeld door achterstandsgroepen te betrekken bij de formele economie.'

Is hiervoor wel genoeg animo onder uw klanten?

'Ja, heel duidelijk, en gelukkig zelfs meer dan ik vooraf had gedacht. Sinds begin 2017 bieden we aan nieuwe klanten standaard als eerste een duurzaam mandaat aan en we zien dat zij daar zeer positief op reageren. We zijn begonnen met € 8 mrd aan duurzaam belegd vermogen destijds met als doel om in 2020 op € 16 mrd te zitten. Inmiddels zitten we ruim boven € 14 mrd en zien we dat een duidelijke meerderheid van de nieuwe klanten er bewust voor kiest. Tegelijk hebben we nog wel een uitdaging om bestaande klanten ook de draai te laten maken. Onze aanpak is: we verplichten het niet, we bieden het aan en we laten zien dat duurzaam beleggen op de lange termijn zeker even rendabel kan zijn als een niet-duurzaam mandaat, met bovendien minder 'down-side risk'.'

Hoe actief is ABN AMRO op het gebied van impact beleggen?

'Op dat gebied zijn wij zeer actief. Dat is nou echt een typisch geval van win-win. We zien ook serieuze belangstelling, zowel vanuit institutionele beleggers als vanuit family offices en private banking klanten. We hebben samen met FMO een impact fonds opgezet voor klanten. Hiermee zijn al meer dan 20.000 banen gecreëerd en is 15.000 ton CO₂-uitstoot vermeden. Meer dan 700 kleine bedrijven hebben op deze manier financiering kunnen aantrekken en meer dan 40.000 huishoudens konden worden aangesloten op groene energie. Dergelijke fondsen kunnen wij bovendien verder

opschalen en we staan zeker open voor institutionele partijen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, om hierin met ons samen verder te werken.'

In hoeverre gaan de financiële belangen en de doelstellingen van de bank op het gebied van duurzaamheid hand in hand?

'Begin dit jaar hebben we gezegd dat duurzaamheid het hart van onze strategie vormt. De reden daarvoor is dat wij zien dat duurzaamheid een van de megatrends is in onze samenleving. Niet alleen in Nederland, maar mondiaal. De samenleving wil het, onze klanten willen het en 93 procent van onze medewerkers geeft aan te willen bouwen aan een duurzame bank. Iedereen krijgt er dus mee te maken.



Foto: Archief ABN AMRO

Wij willen impact maken door met klanten in gesprek te gaan met als doel dat zij met ons de nodige stappen kunnen zetten op weg naar een meer duurzaam bedrijfsmodel.

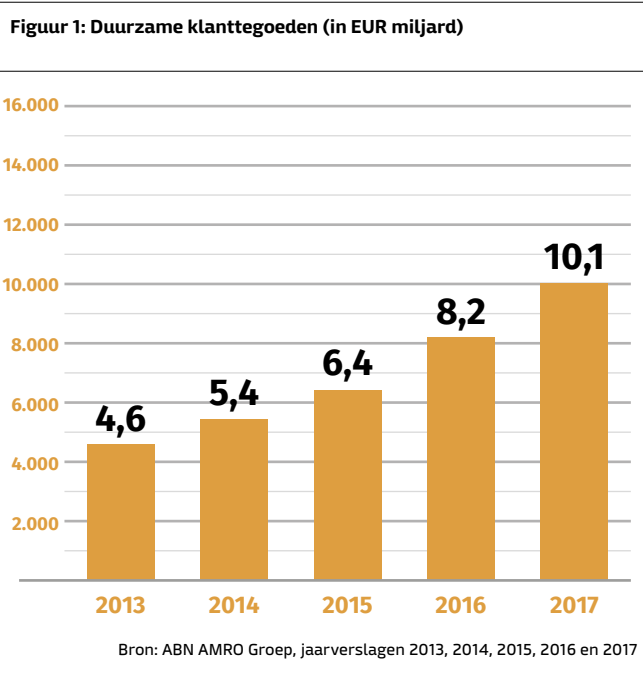
De schatting is dat de sustainable development goals (SDGs) mondiaal voor \$12 biljoen aan marktkansen scheppen in de komende jaren. Dan is het dus geen hobbyisme van een CEO, maar een serieuze markt. En we weten ook dat bedrijven die actief bezig zijn met een duurzame toekomst, minder risico's met zich meebrengen, omdat ze er over het algemeen gezonder voorstaan en beter zijn voorbereid op de toekomst. Onze financiële doelstellingen staan daarom ook onverminderd overeind, omdat wij ervan overtuigd zijn dat deze strategische keuzes hand in hand kunnen gaan met gezonde business cases.'

Op welke wijze gaat ABN AMRO om met belangen-tegenstellingen (SDGs en bijvoorbeeld het financieren van klanten die wapens/sigaretten maken)?

'Wij hebben een inclusief beleid als het gaat om duurzaamheid. Dat betekent dat wij, op enkele sectoren na, geen klanten uitsluiten. Dat past niet bij een grote bank als ABN AMRO en bij onze rol in de economie. Wij willen juist impact maken door met klanten in gesprek te gaan met als doel dat zij met ons de nodige stappen kunnen zetten op weg naar een meer duurzaam bedrijfsmodel. Dat betekent ook dat je met jezelf en met klanten in dilemma-discussies komt: ga je wel of niet een relatie aan met deze klant, die nu misschien nog niet aan alle eisen voldoet, maar wel de juiste instelling toont om te groeien naar een betere en duurzamere toekomst?

Die gesprekken voeren wij intern en extern, bijvoorbeeld over palmolie of fossiele energie. Voor palmolie is op dit moment geen alternatief, dus moet je nadenken wat je veroorzaakt als je nu zegt: wij trekken ons terug uit palmolie. Welke partijen springen dan in dat gat en welke eisen stellen zij aan de productie? Wij maken een andere keuze en gaan in gesprek met NGO's en de sector en stellen internationale standaarden op voor palmolieproductie. Vervolgens doen wij alleen zaken met partijen die zich hieraan willen committeren. Wat is beter?

Dit soort dilemma's bespreken, betekent dus ook dat je continu met klanten in gesprek moet blijven over zaken die je dan tegenkomt. En dat is geen vrijblijvende zaak, daar horen voorwaarden bij en afspraken om de voortgang daarop te monitoren.'



Op welke wijze bepaalt ABN AMRO welke duurzame oplossingen, investeringen en initiatieven zij wil omarmen?

'Het spreekt voor zich dat er een gezonde businesscase moet zijn en dat de risico-rendementsverhouding moet kloppen. Dat wil niet zeggen dat we die beoordeling voor alle investeringen of financieringen op dezelfde manier moeten maken. We kijken daar echt case-by-case naar. Zo hebben we een Energy Transition Fund van € 250 mln. Daarmee verstrekken we risicodragend kapitaal voor projecten op het gebied van de energietransitie, maar we hebben ook de Sustainable Finance Desk, speciaal voor ondernemers met circulaire businessplannen. Ons doel daar is om volgend jaar voor € 1 mrd 100 circulaire deals te hebben gefinancierd.

Bij duurzaam beleggen hebben we duidelijke doelstellingen en criteria. Er is een focus op bedrijven en projecten die een positieve bijdrage leveren aan oplossingen voor maatschappelijke problemen. Bedrijven worden beoordeeld op hun beleid en ESG-prestaties. Daarnaast brengen wij in kaart in hoeverre bedrijven bijdragen aan de SDGs. Dit zullen wij ook steeds inzichtelijker maken voor onze klanten, zodat zij zien hoe beleggingen bijdragen aan een betere wereld en waar nog verbeteringen mogelijk zijn.

Kortom, allemaal verschillende manieren om hetzelfde doel te bereiken en waar wij als bank heel graag onze rol in pakken, namelijk samen tempo maken op weg naar een meer duurzame samenleving. Het goede nieuws is: het is leuk en zinvol en we leren iedere dag wat nieuws.'«



Joop Hessels, Head of Green Bonds at ABN AMRO:
'Green bonds are a great tool to support sustainable change.'




**Angélique Laskewitz,
Executive Director at VBDO:**

'Long term investment is not only important from a sustainability perspective, it will also strengthen your risk management and help to identify opportunities and drive innovation.'



**Theresa Boettger,
Investment Specialist Equities and Sustainability, DWS:**

'ESG is here to stay and delivers value and a meaningful contribution. Demand for positive contribution with financial investments, not just for return and classic ESG approach. This is the next level ESG & Impact investing.'



**Amelia Tan,
Member of the BlackRock Sustainable
Investing team in EMEA at BlackRock:**
**'Transition Readiness Investment Solutions:
a new approach to Low-Carbon Investing'**



Olaf Sleijpen, Director of Insurance Supervision at DNB:

‘Financial institutions are recommended to analyse environmental and social risks closely and mitigate them where needed and to further develop environmental and social risk management instruments.’



Philip Ripman, Portfolio Manager at Storebrand Asset Management:

‘The SDGs are our roadmap – we know what the challenges are! Now let’s use all the tools in the toolbox to help achieve them!’



Dennis van der Putten, Director Sustainability & Strategy at ACTIAM:

‘Investors should look beyond GDP. Sustainable investing pays off. Take a multi-dimensional view combining ethical, ESG risks and impact for future proof investing.’



Adam Dmochowski, Investment Specialist for Fixed Income at Aberdeen Standard Investments:

‘ESG in Fixed Income: external ESG data is a good starting point for analysis but to give companies a meaningful SRI rating, combining insights from company engagement is essential.’



Bertrand Lecourt, Portfolio Manager at Fidelity:

‘The story of water and waste is the story of people. There is no economy without water, no sustainable economy without waste management.’



**Joshua Kendall, ESG Analyst
at Insight Investment (a BNY Mellon company):**

‘Investing in the right funds must build on multiple techniques to ensure not only negative impacts are minimised but impact upside remains open with a realistic capturing of the themes most companies are able to target.’



**Mathilde Dufour,
Co-Head of the Sustainable
Investment Research Department
at Mirova (a Natixis company):**

‘Financing the SDGs requires to create innovative investment tools as well as robust impact measurements.’



**Annette van der Krogt, Head Responsible Investing
at Achmea Investment Management:**

‘Responsible investing is not a free choice any more. Are pension funds prepared?’



**Paul Moghtader, Managing Director and
Portfolio Manager at Lazard and Jennifer Anderson,
Co-Head of Sustainable Investment and ESG at Lazard:**

‘An active multifactor approach in EM-equities allows us to manage style and macroeconomic risks. Through fundamental analyst insights, returns can be improved. By including ESG factors and engagement, risks can be controlled.’

Investing for impact in fixed income

BY JOSHUA KENDALL, ESG ANALYST, INSIGHT INVESTMENT (A BNY MELLON BOUTIQUE)

Responsible investment has traditionally been the preserve of equity investors, but the relevance of ESG risks in fixed income markets – and the influence of fixed income investors over debt issuers – is now widely recognised.

Uniquely, fixed income investors have access to impact bonds, which explicitly use their proceeds for positive environmental or social themes. They are of growing interest to European investors as the EU green bond standard continues to be developed and the European Commission continues to consider how to support sustainable finance.

Impact bonds can provide exciting opportunities to pursue positive impact objectives, while also helping you achieve your financial goals. As with any fixed income investment, using impact bonds effectively requires sophisticated and thorough analysis – and the unique

characteristics of the market mean specialist skills can help investors to make the most of the opportunities it provides.

What is an impact bond?

Impact bonds use proceeds for positive environmental or social themes. Growth in the market has risen rapidly in recent years, but growth slowed in 2018, with US dollar issuance of all impact bonds over the year totalling \$ 166.3bn – only slightly up from 2017's \$ 166.1bn (see Figure 1). However, this upward trend seems to have stagnated.

In our view, there are several possible reasons for the slowdown in growth. General market weakness and cautious investor sentiment may have limited the issuance of impact bonds, as they did for conventional bonds. Uncertainty over the implications of the European Commission's green taxonomy (part of proposed regulation for creating a more sustainable financial market), which

Impact bonds can provide exciting opportunities to pursue positive impact objectives, while also helping you achieve your financial goals.

may have limited supply. And many companies with leading sustainability programmes have already issued impact bonds and are now putting the bond proceeds to work, so the pool of potential issuers has shrunk.

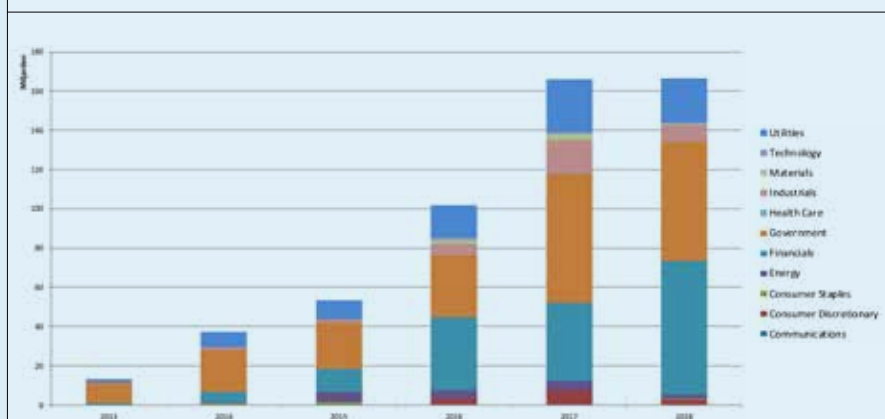
Are impact bond portfolios viable?

The impact bond market is sizeable – but for investors seeking to build a dedicated portfolio, it is smaller than it might at



JOSHUA KENDALL

Figure 1: Growth of the impact bond market slowed in 2018



Source: Bloomberg and Insight. As at 31 December 2018.

first appear. To be incorporated within broad fixed income benchmarks, a bond issue must be at least \$ 300m (or the equivalent in other currencies) in size.

In 2018, 97 impact bonds of this size were issued, of which 89 were from issuers in the government or sovereign, financials or utilities sectors, accounting for \$ 90bn of issuance. Most of these were green bonds. The relatively small amount of benchmark-size issues means that for fixed income investors, the opportunities to invest in dedicated impact strategies remain limited and are concentrated within only a few sectors.

Given the relatively small amount of impact bonds, investors seeking to construct a portfolio of impact bonds should benefit from clear parameters and skilled analysis to ensure they invest in suitable assets.

How Insight analyses impact bonds

To support our clients' expectations around impact bond investment, we have established a sustainable bond analysis framework. Along with our standard investment processes that incorporate financial metrics and ESG risk analysis, we analyse impact bonds and whether their stated targets meet our minimum requirements for sustainable issuance. Our framework gives impact bonds a green, amber or red score according to whether they meet our minimum sustainability standards.

In 2018, 97 impact bonds of this size were issued, of which 89 were from issuers in the government or sovereign, financials or utilities sectors, accounting for \$ 90bn of issuance.

In 2018, we analysed 39 issuers of impact bonds: 16 received a green score, 22 received an amber score, and one received a red score. The results of our analysis proved to be surprising, given that less than half of the impact bonds issued in 2018 were found to meet our minimum sustainability requirements.

A growing opportunity

Impact bonds present fixed income investors with exciting opportunities to have a positive impact on society or the environment. We believe investors should treat them in the same way as any other fixed income instrument – analysing them according to their financial and non-financial risks, but also applying in-depth research to ensure the bonds have a robust approach to their sustainability objectives.

Despite strong growth, the investable market remains small relative to the traditional equity and bond markets. But as demand grows and frameworks are more firmly established, impact bond

To be incorporated within broad fixed income benchmarks, a bond issue must be at least \$ 300m (or the equivalent in other currencies) in size.

strategies may come to play an increasingly significant role in the wider markets. This means it will be all the more important for institutional investors, and their investment managers, to fully assess how well these instruments can help them achieve both their financial and non-financial objectives. «

For more information please contact:
Michael Jasper,
Managing Director EMEA
BNY Mellon Investment Management
michael.jasper@bnymellon.com



CV

Joshua Kendall is ESG Analyst at Insight, a company of BNY Mellon. He joined Insight in May 2015. Prior to joining Insight, Kendall was an ESG consultant at MSCI, responsible for managing a portfolio of clients with ESG integration strategies. Kendall spent two years at GMI Ratings as a client relations manager after starting his career at the UN Principles for Responsible Investment as communications manager.

Zo voer je ESG-beleid met behoud van rendement

DOOR JOLANDA DE GROOT

Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt steeds vaker dat ESG niet ten koste hoeft te gaan van rendement. VBDO werkt al 25 jaar vanuit deze gedachte en heeft sinds haar oprichting al veel successen geboekt bij het nastreven van de Sustainable Development Goals (SDGs). Financial Investigator legde Angélique Laskewitz, Executive Director bij VBDO, een aantal vragen voor.

Wat leert het meest recente onderzoek ons over de relatie tussen ESG en rendement?

Sinds de oprichting van VBDO bijna 25 jaar geleden, is het een belangrijke taak van onze organisatie om uit te leggen dat rendement en duurzaamheid niet tegenover elkaar staan. Integendeel: bedrijven die ESG goed integreren, presteren beter dan bedrijven die dit niet doen. Daar was in de begindagen van VBDO al enig onderzoek naar verricht, maar vandaag de dag is het wetenschappelijk bewijs overweldigend. Het is dan ook verbazingwekkend dat dit nog steeds regelmatig toelichting vereist.

Siegelaer Pensioen Innovator heeft recent een onderzoek uitgevoerd op basis van data van VBDO en DNB. Fondsen die goed scoren op ESG hebben geen hogere vermogensbeheerkosten dan fondsen die minder goed scoren. Verbetering van het ESG-beleid leidt ook niet tot hogere kosten. Gaston Siegelaer analyseerde de kosten van de vijftig grootste fondsen die zijn opgenomen in de jaarlijkse VBDO Pensioenfondsenbenchmark. Er is geen verband tussen de hoogte van de vermogensbeheerkosten – inclusief de transactiekosten – en de plaats in de VBDO-lijst.

Pensioenfondsen die ESG willen integreren in hun beleggingsbeleid, zitten met vragen als: hoe voorkom je onnodige complexiteit bij ESG? Hoe kan je klimaatrisico's identificeren? Welke risico's zijn het meest zichtbaar en hoe kunnen deze risico's beperkt worden?

Een belangrijke stap in het identificeren van klimaatrisico's, maar ook van kansen, is het begrijpen van de impact die

klimaatverandering kan hebben op een organisatie of haar keten. We onderscheiden hierin transitierisico's en fysieke risico's. Transitierisico's hebben betrekking op de transitie naar een 'low carbon economy', zoals CO₂-belastingen in bepaalde landen of het vertrouwen van consumenten. Fysieke klimaatrisico's gaan over de veranderingen in onze leefomgeving, zoals droogte en extreme weersomstandigheden. De afgelopen jaren zien wij een toename van de zichtbaarheid van alle soorten klimaatrisico's en we verwachten niet dat deze trend zal afnemen. Bij verzekeraars staan klimaatrisico's al jaren op de radar. De schadelast door natuurrampen, overstromingen en ook droogte is enorm. Klimaatmitigatie en klimaatadaptatie staan daarmee volop in de aandacht. Dit jaar heeft VBDO voor de eerste keer op 40 aandeelhoudersvergaderingen vragen gesteld over klimaatadaptatie. Dit onderwerp vraagt om aandacht. Waar 'klimaatmitigatie' refereert aan het adresseren van de oorzaken van klimaatverandering, verwijst 'klimaatadaptatie' naar de gevolgen van klimaatverandering. Dit thema wordt vaak over het hoofd gezien, terwijl de toename van extreem weer, cyclonen, hagelstormen, overstromingen en droogte, van grote impact is op bedrijven en de samenleving.

VBDO bekijkt in hoeverre bedrijven hebben onderzocht welke fysieke klimaatimpactsfactoren risico's vormen voor het bedrijf, zowel voor de eigen operaties als in de keten. De vereniging is ervan overtuigd dat bedrijven een grote rol spelen in de weerbaarheid van samenlevingen ten opzichte van klimaatverandering. Daarin spelen klimaatadaptatieve investeringen die rekening houden met sociale en ecologische aspecten een grote rol. VBDO moedigt bedrijven aan klimaatadaptatie mee te nemen in de bedrijfsstrategie, om financiële risico's te vermijden en te investeren in de veerkracht van samenlevingen.

Fondsen die goed scoren op ESG hebben geen hogere vermogensbeheerkosten dan fondsen die minder goed scoren.

VBDO is ervan overtuigd dat bedrijven een grote rol spelen in de weerbaarheid van samenlevingen ten opzichte van klimaatverandering.

Wat zijn de valkuilen bij het meten van SDGs?

De Sustainable Development Goals zijn veelal geformuleerd op een macro-economische schaal. Hierdoor is het voor organisaties niet eenvoudig om hun eigen specifieke bijdrage te meten en ook lastiger om op deze wereldwijde doelen te sturen. VBDO raadt aan om de SDGs allereerst te integreren in de bedrijfsstrategie en zoveel mogelijk te linken aan bestaande structuren (om hiermee zo dicht mogelijk bij het bedrijf zelf te blijven). Een belangrijke volgende stap is om nieuwe impact-indicatoren te formuleren. Een redelijke mate van bekendheid met de indicatoren zal ook helpen bij de adoptie van de SDGs door de organisatie, om te voorkomen dat men 'alweer een nieuw framework' moet implementeren. Het lijkt erop dat meer houvast gewenst is voor investeerders en bedrijven, alvorens er verdere stappen worden gezet op het SDG-pad. Momenteel constateren wij dat bestaande duurzaamheidsinitiatieven worden omgezet naar SDGs, maar zien we niet veel nieuwe initiatieven. Als dit veroorzaakt wordt door een gebrek aan governance op het gebied van SDGs, omdat men niet weet hoe doelstellingen geformuleerd kunnen worden op het gebied van SDGs, wordt het hoog tijd dat daar helderheid over wordt gegeven. Ook lijkt er behoefte aan een eenduidig rapportagesysteem voor de SDGs en is het niet voor alle investeerders helder wat SDG-investeringen zijn.

Hoe ga je om met tegenstrijdigheden binnen de SDGs: bijvoorbeeld klimaat versus geen armoede?

Wij zien dit niet per definitie als tegenstrijdigheden. Om bijvoorbeeld de kosten van de energietransitie te drukken, zijn innovatie en nieuwe technologieën noodzakelijk. Technologische ontwikkelingen kunnen kosten ook juist gaan drukken. Daarnaast zijn klimaat en armoede in steeds hogere mate onderling gerelateerd en dit zal alleen maar toenemen in de toekomst. Denk aan misoogsten door extreem weer, aan klimaatvluchtelingen en aan meer conflicten.

Hoe formuleer je als institutionele belegger je duurzame top-3 prioriteitenlijst?

Om als institutionele belegger echt impact te kunnen maken, is focus in beleid noodzakelijk. VBDO raadt hiervoor aan om

Klimaat en armoede zijn in steeds hogere mate onderling gerelateerd en dit zal alleen maar toenemen in de toekomst.

goed naar de missie en visie van de organisatie te kijken. Voor een pensioenfonds, waarvan de deelnemers in een sector werken waar de lonen laag zijn, is het vanzelfsprekend om arbeidsrechten tot prioriteit te maken. Daarnaast is het heel belangrijk om te kijken waar de meeste impact gemaakt wordt. VBDO raadt aan een materialiteitsanalyse uit te voeren waarbij alle belangrijke stakeholders betrokken worden. De SDGs kunnen hiervoor als framework gebruikt worden. Wat we regelmatig tegenkomen, is dat bedrijven en institutionele beleggers trachten over de bijdrage aan alle SDGs te rapporteren, maar dit is lastig en levert bovendien weinig resultaat op. En ten slotte: ga over tot actie en implementeer je beleid. «



Foto: Archief VBDO

CV

Angélique Laskewitz is directeur van VBDO: de Nederlandse Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling. Ze bekleedde verschillende functies in change management, Human Resources en governance-gerelateerde management- en adviesfuncties bij financiële dienstverleners zoals RVS, AMEV, Fortis Bank Nederland, BNP Paribas Fortis en ASR Nederland. Als nevenactiviteit startte ze haar eigen adviespraktijk Angélique Laskewitz Management & Consultancy (ALMC).

Donut-model vormt basis voor duurzaamheid Actiam

DOOR RENÉ BOGAARTS

Al in 1993 pleitte Actiam voor duurzaam beleggen. Tegenwoordig werpt de vermogensbeheerder zich op als thought leader. 'CO₂-uitstoot zegt op zich niets over de duurzaamheid van een bedrijf' geeft Dennis van der Putten, Director Sustainability & Corporate Strategy bij Actiam, aan.

In Kazachstan moeten bedrijven die naar de beurs willen tegenwoordig de man-vrouwverhouding in hun werknemersbestand doorgeven en hun carbon footprint vermelden. 'In Kazachstan!', zegt Dennis van der Putten, terwijl hij een grafiek met een exponentiële groei van het aantal overheidsvoorschriften laat zien. 'Er worden steeds meer regels opgesteld voor ESG-beleid. Dat zie je overal, echt niet alleen in de westerse landen.'

Van der Putten gebruikt het voorbeeld van Kazachstan op 21 mei in zijn presentatie op het seminar 'Designing Investment Policy for ESG and Impact Investing', dat door Financial Investigator was georganiseerd. Van der Putten is director Sustainability & Corporate Strategy bij Actiam. Deze vermogensbeheerder beheert een vermogen van ongeveer zestig miljard euro, waarvan naar schatting ongeveer vijftien miljard afkomstig is van pensioenfondsen.

Actiam, onderdeel van verzekeringsconcern Vivat, dat op haar beurt is voortgekomen uit de vroegere Reaal-groep, heeft volgens Van der Putten al heel lang oog voor duurzaamheid. 'In het jaarverslag 1993 van de Hollandse Koopmansbank bijvoorbeeld, een van de grondleggers van ons bedrijf, wordt al geschreven dat we maatschappelijk verantwoord willen beleggen, rekening houdend met het milieu en schonere productiemethoden', zegt hij. 'Enerzijds ben ik er trots op dat we er als bedrijf al zo lang mee bezig zijn, anderzijds ben ik verdrietig dat we, als mensheid, op dat terrein nog zo weinig hebben bereikt.'

Actiam hecht aan de duurzame uitgangspunten die het jaren geleden voor zichzelf heeft geformuleerd. Ook als klanten iets anders willen. 'Als wensen van klanten niet in onze filosofie passen, moeten ze hun heil ergens anders zoeken. We hebben weleens verzoeken geweigerd. Van wie zeg ik natuurlijk niet, maar we investeren bijvoorbeeld niet in tabak. Toen een bij tabak betrokken partij ons vroeg om in hun geval wel in tabak te beleggen omdat ze hun keuze aan hun achterban moesten kunnen verantwoorden, hebben we gezegd dat we dat niet konden omdat wij onze keuze aan onze achterban moesten verantwoorden. Als klanten strengere criteria willen hanteren, kan dat. Als ze minder strenge criteria willen, niet.'

ESG-beleid lijkt inmiddels gemeengoed te zijn geworden, ook bij pensioenfondsen. 'Toen ik tien jaar geleden mijn eerste presentatie over duurzaam beleggen gaf, zat er misschien een man of drie in de zaal, inclusief mijn moeder', lacht Van der Putten. 'Tegenwoordig zitten de zalen vol. Logisch ook. Pensioenfondsen voelen de druk van organisaties als DNB en VBDO, van de algemene maatschappelijke klimaatdiscussie, en van nieuwe wetgeving waar niet aan te ontkomen valt. Er is ook een nieuwe, vaak meer intrinsiek gemotiveerde generatie opgestaan. Maar het blijft moeilijk, omdat pensioenfondsbestuurders een brede groep vertegenwoordigen. Ze zijn wettelijk verplicht om de belangen van hun deelnemers als een goed huisvader te behartigen. Onderzoeken leren dat mensen niet willen dat hun pensioenfonds in wapens of kinderarbeid



DENNIS VAN DER PUTTEN

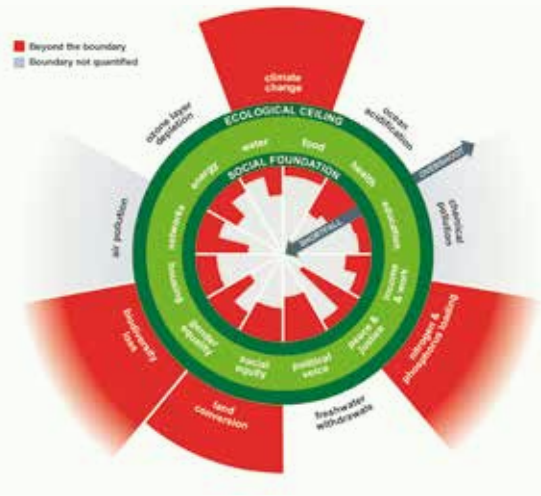
Foto's: Ruben Eshuis Photography

Figuur 1: Donut-model: alternatieve indicatoren voor uw beleggingsbeleid



Bron: Raworth K. A safe and just space for humanity: can we live within the doughnut? 2012. <https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/dp-asafe-and-just-space-for-humanity-130212-en.pdf> (accessed Feb 20, 2017).

Figuur 2: Donut-model: alternatieve indicatoren voor uw beleggingsbeleid



Bron: Raworth K. A safe and just space for humanity: can we live within the doughnut? 2012. <https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/dp-asafe-and-just-space-for-humanity-130212-en.pdf> (accessed Feb 20, 2017).

belegt en dat ze wel bereid zijn om wat in te leveren voor ESG-beleid', legt Van der Putten uit. 'Maar het kan voor mensen echt veel uitmaken dat hun pensioenuitkering wat lager uitvalt. Dat legt een zware verantwoordelijkheid op de schouders van bestuurders.'

Wat ESG-beleid ook lastig maakt, is de ingewikkelde problematiek. 'Een van de zaken waarop investeerders letten, is de carbon footprint', geeft Van der Putten als voorbeeld. 'Je zou kunnen besluiten om bedrijven die de meeste CO₂ uitstoten uit te sluiten. Dan zou je ook niet investeren in een bedrijf als Rockwool, dat heel veel CO₂ uitstoot. Dat staat mooi in je portefeuille, maar dan vergeet je dat er dankzij hun product, het isolatiemateriaal steenwol, wereldwijd vierduizend keer minder CO₂ wordt uitgestoten dan zij zelf doen. Rockwool uitsluiten werkt averechts voor het grotere doel van een duurzame samenleving.'

Van der Putten wijst erop dat beschikbare data lang niet altijd goed worden gebruikt. 'In Frankrijk zijn bedrijven al verplicht om hun CO₂-uitstoot te publiceren. De experts die de Europese Commissie op dit gebied adviseren, kijken nu ook naar de carbon footprint. Hun adviezen worden te zijner tijd omgezet in wetten. Maar het klopt niet! Er wordt alleen naar de eigen uitstoot gekeken, niet naar de impact op de reële economie.'

Omdat Actiam 'thought leader' wil zijn op het gebied van duurzaam beleggen, is de vraag onvermijdelijk wat Actiam daaraan doet. 'We geven er uitleg over, onder meer op seminars waar allerlei belangrijke partijen aanwezig zijn, maar

Met uitsluiten alleen heb je weinig impact.

we worden ook wel rechtstreeks geconsulteerd. We zijn ook rechtstreeks betrokken bij de verdere ontwikkeling van green bonds, via lidmaatschap van de Executive Committee van de Green Bond Principles.'

Cijfers omtrent het bruto nationaal product vormen nog steeds het belangrijkste criterium om de gezondheid van een land te definiëren. Van der Putten vindt ook dat veel te simpel. 'Als president Trump zegt dat hij Amerika het beste land ter wereld wil maken, kijkt hij alleen maar naar het BNP', merkt hij kritisch op. Het tragische is bovendien dat de in de jaren dertig ontwikkelde notie BNP aanvankelijk vooral gebruikt werd om te kijken of een land in staat was een oorlog te bekostigen.

Omdat veel wetenschappers de mening van Van der Putten delen, is de afgelopen jaren een veelvoud aan duurzame investeringsmodellen ontwikkeld. Volgens Van der Putten steekt één model er met kop en schouders bovenuit: het donut-model, dat bestaat uit twee concentrische cirkels met een fikse ruimte ertussen. Op de binnenste cirkel staan twaalf menselijke basisbehoeften, waaronder voedsel, water, veiligheid en rechtvaardigheid. Die vormen het sociale fundament. Op de buitenste cirkel staan de grenzen die de aarde zelf stelt, zoals klimaatverandering, uitputting van de aarde en vervuiling van de atmosfeer. Dat is het ecologische plafond. 'Je investeringen moeten in het deeg van de donut zitten. Ze mogen niet onder het fundament zakken en niet door het plafond schieten.'

Toch hoeft duurzaam beleggen niet zo moeilijk te zijn. 'Het gaat eigenlijk maar om drie dingen. Je moet uiteraard voldoen aan de eisen van het Global Compact van de Verenigde Naties, dat harde criteria bevat ten aanzien van mensenrechten, milieu en anti-corruptie. Dat doet iedereen al. Daarnaast gaat het om het

verkleinen van ESG-gerelateerde risico's en om transparantie ten aanzien van je impact daarop.'

Met een ingewikkeld overzicht van ESG-risico's, dat door Harvard werd opgesteld, laat Van der Putten echter meteen weer zien dat het ook weer niet zó eenvoudig is. 'Zaken als klimaatverandering, het verlies aan biodiversiteit en de stijgende zeespiegel hebben de meeste impact', zegt hij. Het goede nieuws blijkt dan overigens ook weer uit een andere Harvard-studie, waaruit blijkt dat bedrijven die goed anticiperen op zulke 'materiële' risico's op de beurs veel beter presteren dan bedrijven die dat niet doen. Duurzaam beleggen levert tegenwoordig meer rendement op.

Net zoals de eigen uitstoot van bedrijven niet alles zegt over hun duurzaamheid, zoals in het geval van Rockwool, zo zegt het eigen goede gedrag van bedrijven op het gebied van ESG niets over risico's die ze daarin kunnen lopen. Volgens eigen onderzoek van Actiam wordt bijvoorbeeld 16 procent van alle bedrijven ter wereld bedreigd door de stijgende zeespiegel. Maar liefst 80 procent van alle bedrijven op de duurzame MSCI-ACWI-index heeft wel ergens een vestiging die gevaar loopt. 'Dat hoort ook bij de ESG-risico's. Het is een kwestie van goed kijken', zegt Van der Putten.

Naast de uitgangspunten van het VN Global Compact en het beheersen van ESG-gerelateerde risico's, wijst Van der Putten op de noodzaak om transparant te zijn. 'Actiam zit echt op het snijvlak van duurzaamheid en financieel rendement. Wij proberen de taal van die twee werelden gelijk te schakelen', zegt hij. Tijdens zijn presentatie toont hij het dashboard van een van Actiams beleggingsfondsen, waarop in één oogopslag te zien is hoe het met ESG-uitgangspunten gesteld is, hoe het met CO₂-uitstoot en waterverbruik gaat, welke sectoren het beter doen dan andere, of fundamentele en de plafonds van het



Net zoals de eigen uitstoot van bedrijven niet alles zegt over hun duurzaamheid, zo zegt het eigen goede gedrag van bedrijven op het gebied van ESG niets over risico's die ze daarin kunnen lopen.

donut-model niet worden doorbroken, en of de eisen van het klimaatakkoord van Parijs ermee gehaald worden. 'Uiteraard zijn we van onze eigen criteria uitgegaan, maar dankzij gesprekken met klanten en andere stakeholders ontwikkelen we steeds nieuwe dingen.'

De analisten van Actiam hebben ruim 18.000 bedrijven tegen het licht gehouden, maar slechts 250 daarvan voldoen aan de hoogste normen van de vermogensbeheerder. Die krijgen als het ware extra punten bij de vraag of erin geïnvesteerd moet worden. Aan de onderkant van Actiams selectiemodel zitten bedrijven die zich, in Van der Putten's woorden, 'onethisch gedragen'. Die worden zonder meer uitgesloten. Daarboven zitten andere bedrijven die niet aan hun normen voldoen. Daarbij maakt Actiam onderscheid tussen bedrijven die niet op korte termijn aan de normen willen of kunnen voldoen, bedrijven met wie harde afspraken gemaakt kunnen worden om die te halen, en bedrijven die, zeker met een steuntje in de rug, wel snel aan de normen kunnen voldoen. 'In die laatste twee soorten bedrijven willen we eventueel wel investeren, omdat dat effect heeft. Met uitsluiten alleen heb je weinig impact.'

Het beleid ten aanzien van ESG is wereldwijd sterk in ontwikkeling. Volgens Van der Putten wordt de rol van data en het gebruik van artificial intelligence daarin steeds belangrijker en juist op dat punt wil Actiam als thought leader een bijdrage leveren. 'We werken bijvoorbeeld nauw samen met bedrijven als Satelligence en Util. Het ene bedrijf verzamelt en analyseert satellietbeelden, belangrijk als het gaat om zaken als ontbossing of mijnbouw. Het andere, in Oxford gevestigde bedrijf analyseert financiële en andere data. Wij stellen hen onze gegevens beschikbaar.'

'Bij Actiam hebben we voor elk ESG-thema onze eigen doelen gesteld. We kijken hoe we die het best kunnen halen, waarbij we de internationale definities hanteren. Als die niet bestaan, ontwikkelen we ze. Liefst samen met anderen, zoals we dat gedaan hebben met de methodologie van PCAF, het Platform Carbon Accounting Financials. Het is mooi om te zien dat die meetmethode voor CO₂-uitstoot, die is ontwikkeld door veertien Nederlandse financiële instellingen, door steeds meer partijen wordt omarmd.' «



COLUMN

AI: De mens heeft de toekomst

Alle opwinding over *deep learning*, *machine learning* en *artificial intelligence* (AI) zou weleens het einde kunnen inluiden van een tijdperk, in plaats van het begin van iets revolutionair nieuws.

Het gebrek aan een exacte definitie van AI maakt dat deze technologie dezelfde kant opgaat als 'fintech' en 'blockchain' – het kan van alles betekenen. De meest gangbare manier om AI vast te definiëren – de Turing test – is gericht op de vraag in hoeverre een computer zich als mens kan voordoen. Lerende algoritmes die een spel als 'Go' beter spelen dan mensen, worden gezien als kunstmatig intelligent. Daarentegen worden dieren niet intelligent geacht, ook al vertonen ze meer divers gedrag.

Het meeste AI-onderzoek richt zich tegenwoordig op *deep learning*-toepassingen, zoals het oplossen van procestaken of strategiespellen. Beeldherkenning, taalverwerking en zelfrijdende auto's zijn allemaal voorbeelden van zelflerende algoritmes met een bepaalde uitkomst voor ogen (bijvoorbeeld geen voetgangers aanrijden). AI-onderzoek draait typisch om het omzetten van menselijk gedrag naar 'spelregels' (zoals autorijden) en een lerend algoritme dit spel te laten 'oplossen'.

Dit kan uiteraard leiden tot uitermate nuttige automatisering. Een algoritme dat een elektronenmicroscop automatisch kan focussen, verhoogt de efficiëntie van het instrument enorm. Maar dit is niet het resultaat van zijn intelligentie. Bovendien kwam succesvolle AI (bijvoorbeeld beeldherkenning) op totaal andere oplossingen en gedragingen uit dan de mens. Zo hoeven peuters niet duizenden beelden van honden voorgehouden te krijgen om uiteindelijk een hond te kunnen herkennen. Ze hebben vrij snel het concept 'hond' door en kunnen dit vervolgens toepassen in verschillende situaties. Geoffrey Hinton, die algemeen gezien wordt als de peetvader van *deep learning*, heeft geopperd dat AI-onderzoekers 'maar beter alles kunnen weggooien en opnieuw beginnen'.

De reden hiervoor wordt ook wel de 'paradox van Moravec' genoemd. Die stelt dat zelfs de meest triviale situaties uit de werkelijkheid complexer zijn dan het

meest ingewikkelde spel. Anders gezegd, zelfs de hoge mate van rationaliteit die nodig is om een spel als 'Go' te spelen, vergt veel minder denkwerk dan simpele sensorische handelingen.

Mensen beschouwen zaken als ingewikkeld wanneer ons brein ze nog maar recent heeft leren beheersen. Voorbeelden zijn abstract denken, spellen spelen (zoals 'Go') en logisch redeneren. Ironisch genoeg zijn dit de zaken die makkelijk door machines te imiteren zijn, juist omdat de evolutie hier minder tijd aan heeft besteed.

Ogenschijnlijk simpele activiteiten van een baby (gezichten herkennen, objecten onderscheiden of bewegen door een ruimte) zijn voor machines juist extreem ingewikkeld. Dit soort onderbewuste activiteit, alsmede het ongrijpbare 'gezonde verstand', is bepalend voor intelligentie. Dit is een enorme blinde vlek in het huidige *deep learning*-onderzoek.

Steven Pinker wees erop dat aandelenanalisten en ingenieurs op termijn verdrongen worden door machines, maar dat hoveniers, receptionisten en koks nog decennia zeker zijn van een baan – zij leunen namelijk minder op lineair en logisch denkwerk. Geruststellend voor beleggingsprofessionals is dat Pinker waarschijnlijk het belang onderschat van intermenselijk contact in de dagelijkse bezigheden van de aandelenanalist of financieel adviseur.

We weten pas dat we artificiële intelligentie hebben gecreëerd, als een computer blakend van zelfvertrouwen, gebaseerd op roddel en achterklap, grote voorspellingen voor de toekomst doet, om vervolgens zwaar teleurgesteld te worden en uit pure frustratie de technologische baby met het badwater weg te gooien. Deze machine zal waarschijnlijk draaien op blockchain-technologie. «

Een multifactor-benadering met ESG voor opkomende markten

DOOR HARRY GEELS

Multifactor-beleggen is een aantrekkelijk alternatief voor actief of passief beleggen, ook voor opkomende markten waar grotere macro-risico's zo beter gemanaged kunnen worden. ESG-overwegingen kunnen in het proces worden geïntegreerd, waarbij iedere belegger een maatwerkoplossing kan krijgen, zo betogen Paul Moghtader, Managing Director, Portfolio Manager/Analyst en Jennifer Anderson, Senior Vice President, Co-Head of Sustainable Investment and ESG bij Lazard.



Foto: s: Cor Salverius Fotografie

CV

Paul Moghtader is Managing Director en Portfolio Manager/Analyst en leidt het Lazard's Equity Advantage team. Hij begon zijn werkzaamheden in de beleggingswereld in 1992. Voordat hij in 2007 bij Lazard in dienst trad, was Moghtader hoofd van de Global Active Equity Group en Senior Portfolio Manager bij State Street Global Advisors (SSgA). Bij SSgA was hij als senior manager verantwoordelijk voor het onderzoek en portefeuillebeheer van alle multiregionale actieve kwantitatieve aandelenstrategieën. Daarvoor was Moghtader analist bij State Street Bank. Hij begon zijn carrière bij Dain Bosworth als onderzoeksassistent. Moghtader heeft een Master of Management (MM) van de Northwestern University en een BA in Economie van Macalester College. Hij is CFA® charterhouder.

Waarom is een actieve multifactor-benadering interessant in opkomende markten?

Paul Moghtader: 'In opkomende markten zijn de macro-risico's en mede daardoor ook de volatiliteit, significant groter dan die in de ontwikkelde markten. Een gestructureerde benadering is noodzakelijk om geen problemen te krijgen met een macro- of stijlrisko dat op een bepaald moment verkeerd uitpakt. Kijk naar de relatieve outperformance van value versus growth in de loop van de tijd. In opkomende markten is die erg beweeglijk en vertoont van tijd tot tijd grote uitschieters. Hetzelfde geldt voor relatieve beweging van large caps versus small caps. Ook de invloed van één of enkele landen kan erg groot zijn. Vergelijk de relatieve performance van een aantal belangrijke opkomende landen met elkaar. De uitschieters kunnen erg groot zijn. Zo bedroeg in 1999 de relatieve performance, gemeten als 24-maands rendementsverschil, van Brazilië versus Korea maar liefst -120%. Ook de relatieve sectorperformances kunnen in opkomende markten aanzienlijk zijn. Lazard is van mening dat een gestructureerde bottom-up aandelenselectie in combinatie met een juiste portfolioconstructie, waarbij bovengenoemde risico's worden uitgebalanceerd, een consistentere outperformance geeft.'

Mogen we het voordeel van een actieve multifactor-benadering dan samenvatten als een meer gebalanceerde stijl- en landen- en sectorblootstelling?

Jennifer Anderson: 'Ja, maar er zijn meer voordelen. Potentieel kunnen de beheerkosten lager zijn en kan de portefeuille transparanter gepositioneerd worden. Ook kan aan de belegger systematisch duidelijker worden gemaakt welke inzichten of factoren zijn toegepast in het model en

hoe die hebben bijgedragen aan de prestaties. En het wordt bovendien gemakkelijker om maatwerkoplossingen op basis van risico- ESG-en rendementsdoelstellingen van de belegger samen te stellen. Een actieve multifactor-benadering positioneert zich zo als aantrekkelijk alternatief voor actief en passief beleggen.'

Kunnen jullie wat voorbeelden geven van hoe ESG in jullie multifactor-benadering kan worden geïncorporeerd?

Anderson: 'Laten we eerst even stilstaan bij de evolutie die ESG heeft doorgemaakt bij Lazard. We hebben een lange historie met ESG. Als we terug gaan naar het begin, zo'n twintig jaar geleden, zeg maar ESG versie 1.0, werd er vooral aan screening of uitsluitingen van ondernemingen en sectoren gedaan. Zo'n vijf jaar later kwam er steeds meer ESG-data beschikbaar zodat we konden zien hoe ondernemingen ten opzichte van elkaar scoorden. We konden ondernemingen vervolgens onder- en overwegen op basis van hun scores, een 'best-in-class' benadering. Dit noemen we ESG 2.0. In de laatste vijf jaar zijn de data- en technologische ontwikkelingen erg hard gegaan, waardoor we klanten steeds betere maatwerkoplossingen kunnen bieden. Bij Lazard hebben we deze fase ESG 3.0 gedoopt. Deze is nog vol in ontwikkeling.'

Moghtader: 'Voor de duidelijkheid, we gebruiken de data van providers als MSCI en S&P Trucost om daar vervolgens onze eigen scores van te maken. Er zijn namelijk veel uitdagingen omtrent de data van providers. Hun scores weerspiegelen niet altijd goed de onderliggende data van een onderneming. Scores zijn vaak een weergave van gemiddelden en die kunnen misleidend zijn. ESG kan in bijna alle fasen van het beleggingsproces ingebouwd worden. Onze fundamentele analisten nemen ESG mee in hun analyse. Ook kan het een rol spelen bij het onder controle houden van de risico's, maar ook bij engagement en maatwerkoplossingen, dus als portfolioconstructie-mechanisme, voor de klant. Wat betreft risicomangement kunnen ESG-scores helpen risico's die niet gemeten worden door de standaardrisicomaatstaven als drawdown en volatility, onder controle te houden. Voor rendementsdoelstellingen is ESG voorsnog lastiger toe te passen. Maar we doen onderzoek hoe ESG uiteindelijk een rol kan spelen bij rendement'.

Waarom is ESG belangrijk als risicocontrolemechanisme in opkomende markten?

Moghtader: 'In het algemeen kan ESG-data risico's identificeren die verder gaan dan de traditionele risicomodellen doen. Hoe ondernemingen in opkomende markten omgaan met de verschillende E, S, en G-factoren is in sterke mate bepalend voor hun performance. Ook het ESG-profiel van een land is belangrijk. Economisch en

systematisch onderzoek heeft aangetoond dat de impact van de risico's van een land op de performance van een onderneming nog altijd belangrijk is. In ontwikkelde markten is het sectoreffect beduidend dominanter dan het landeneffect. Bij opkomende markten is dat niet zo. Daar zijn beide effecten dominant. Daarom hebben wij een landenrisicomodel ontwikkeld en onderdeel gemaakt van onze actieve multifactor-benadering. Daarin zitten factoren als vrijheid van arbeid, kwaliteit van de rechtsstaat, eigendomsrechten, effectiviteit van de overheid, corruptiebestrijding, om maar een paar factoren te noemen. Het komt erop neer dat aandelen uit landen die slecht scoren in het landenrisicomodel een extra drempel krijgen voordat we erin gaan beleggen. Vanuit een ander perspectief geformuleerd: door met een landenmodel te werken in opkomende markten vangen we een deel van de ESG-uitkomsten van ondernemingen. Voor de goede orde: het landenmodel is dynamisch. Landen maken immers



CV

Jennifer Anderson is co-hoofd van duurzaam beleggen en ESG. Zij begon haar werkzaamheden in de beleggingswereld in 2006. Voordat zij in 2018 bij Lazard in dienst trad, was ze Investment Manager voor TPT Retirement Solutions en tijdens deze periode was ze ook lid van de Raad van Bestuur van de Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC). Haar vorige functie was Equity Research Analyst in Sustainable Investment bij Citigroup Global Capital Markets en ze begon haar carrière als DVI-analist bij Jupiter Asset Management. Anderson heeft een BA in Economie en Economische Geschiedenis van de Universiteit van Leicester en een MSc in Milieutechnologie van het Imperial College London.

ontwikkelingen door. Niet altijd ten goede overigens. Zo zijn landen als Zuid-Afrika en Brazilië risicovoller geworden.'

Hoe kunnen systematische beleggers aan engagement doen?

Anderson: 'In het algemeen wordt verondersteld dat engagement lastig zou zijn voor systematische beleggers, ofwel beleggers die modelmatig beleggen. Maar wij hebben een manier gevonden om toch aan engagement te doen, namelijk door onze fundamentele analisten en portfolio-managers de gesprekken met de ondernemingen te laten aangaan. Daarbij geeft de systematische analyse van ESG-data een bron van feedback naar het management van een onderneming. Onze fundamentele analisten bieden zo de weg naar engagement. Wat we daarbij niet doen, is gewoon brieven sturen. Onze ervaring is dat ondernemingen brieven meestal negeren. De meetings van onze fundamentele analisten met de ondernemingen zijn veel effectiever om conclusies over ESG te trekken en het management op bepaalde gedachten te brengen dan het sturen van een brief.'

Moghtader: 'De meetings waarin onze ESG-bevindingen worden besproken, kunnen een aantal conclusies opleveren; het management kan de nieuwe inzichten negeren of gebruiken om beter te opereren. Het kan ook zijn dat de data niet goed is. Die feedback van het management gebruiken we dan om onze eigen ESG-scores te verbeteren. We hebben de overtuiging dat deze meetings met het management van ondernemingen tot betere ESG-analyses leiden dan de data van externe providers. Zij werken vaak met enquêtes of met verschillende, niet altijd duidelijke definities.'

Hoe werkt het bouwen van maatwerkportefeuilles voor duurzame beleggers?

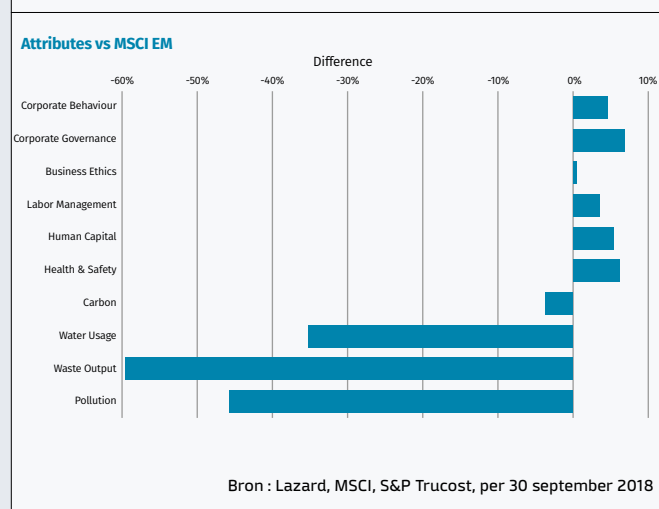
Moghtader: 'Beleggers willen geen 'onze size fits all' benadering en verschillen ook steeds meer in hun 'investment beliefs' als het om duurzaam beleggen gaat. Sommige beleggers doen puur aan uitsluitingen en andere aan best-in-class benaderingen. En er zijn ook beleggers die bewust willen beleggen op basis van UN SDGs (Sustainable Development Goals). Kortom, beleggingen moeten beantwoorden aan de doelstellingen van iedere klant. Beleggingsrapportages moeten dat ook inzichtelijk maken. We zijn bezig een framework te ontwikkelen waarbij we per SDG een aantal kwantitatieve indicatoren benoemen, die dan tezamen een totaalscore per SDG kunnen opmaken. Zo kunnen we meten hoe een bepaalde beleggingsportefeuille scoort op verschillende SDGs. Een klant kan in het mandaat dan de minimale scores benoemen voor de SDGs die belangrijk worden gevonden. Soms hebben klanten ook specifieke ideeën over de definities van de SDGs en eventuele subfactoren die daar onderdeel van uitmaken. Het mandaat wordt in dialoog met de klant vormgegeven.'

Anderson: 'Er zijn wel grote beleggingsuniversums nodig om dit soort maatwerkportefeuilles met behoud van rendementsdoelstellingen te maken. Een factorbenadering helpt om dergelijke maatwerkportefeuilles te kunnen accommoderen. In Figuur 1 geven we een voorbeeld van een maatwerkportefeuille waarbij we de portefeuille voor verschillende indicatoren vergelijken met de benchmark. Een belegger kan aangeven welke indicatoren belangrijker zijn, door bijvoorbeeld aan te geven dat de portefeuille 40% minder vervuiling moet opleveren dan de benchmark.'

Wat zijn 'overall' de conclusies van jullie manier van werken?

Anderson: 'Performance en innovatie zijn leidend bij onze dienstverlening en het bieden van beleggingsoplossingen. ESG-analyse is daarbij een belangrijk onderdeel van onze beleggingsfilosofie, ook omdat we erkennen dat ESG-overwegingen een belangrijke rol spelen bij de waardering en financiële prestaties van een onderneming. Door het gebruiken van ESG-factoren en engagement kunnen risico's beter gecontroleerd worden. Maatwerkoplossingen bieden de mogelijkheid specifieke ESG-doelstellingen en wensen van klanten te incorporeren. Een actieve multifactor aanpak helpt bij een dergelijke benadering. Vooral bij aandelen in opkomende markten helpt deze aanpak om stijl- en macro-economische risico's te managen. Door middel van uitgebalanceerde aandeleselectiemodellen die gebruikmaken van inzichten van fundamentele analyse, kunnen de rendementen verder verbeterd worden.' «

Figuur 1: Voorbeeld maatwerkportefeuille



Disclaimer
Equity securities will fluctuate in price; the value of any related investment will thus fluctuate, and this may result in a loss. Quantitative investment strategies rely on quantitative models and quantitative filters, which, if incorrect, may adversely affect performance. This material is for informational purposes only and does not constitute financial advice.



DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

COLUMN

Amerikaanse pensioenfondsen financieren kleine asset managers. Waarom?

In toenemende mate wijzen grote Amerikaanse pensioenfondsen steeds meer middelen toe aan kleine, opkomende (emerging) asset managers. Daar hebben ze, aantoonbaar, baat bij. Zijn deze voordelen er ook voor onze pensioenfondsen?

Nederlandse pensioenfondsen maken niet of nauwelijks gebruik van kleine, 'emerging' asset managers (emam's). De redenen: omvang, reputatierisico en kosten. Grote asset managers (in de zin van beleggingshuizen, niet individuele managers) kunnen grote bedragen voor ze beleggen zonder dat omgekeerd de pensioenfondsen een te groot deel van de assets van de asset manager uitmaken. Reputatierisico? Emam's, dus relatief nieuwe asset managers, kunnen meestal geen lang track record overleggen. Daarnaast denken pensioenfondsen dat het veilig is – althans vanuit reputatie-oogpunt en continuïteit – om bij de bekende, grote asset managers te beleggen. Bovendien is de algemene opinie dat grote asset managers schaalvoordelen bieden en daarom hun diensten goedkoper kunnen aanbieden.

In de VS zien we al jaren een heel andere trend. Grote pensioenfondsen met uitgebreide programma's zijn helemaal gericht op emam's. De redenen hiervoor zijn divers: de asset manager kan nieuw zijn, maar de bemensing is dat niet. Nieuwe, kleinere asset managers zijn zeer toegewijd aan de pensioenfondsen die middelen aan hen toevertrouwen. Ze werken goedkoper, voldoen meestal beter aan diversiteitsopvattingen én geven zeer vaak 'first-mover advantages'. Dat laatste is het geval omdat nieuwe, kleine asset managers vaak in sub-asset exposures actief zijn, waar men betere risico/rendement-proposities mag verwachten. Kortom: hogere rendementen, hetgeen in tijden waarin men lagere gemiddelde rendementen voor assets verwacht, van groot belang is voor de pensioenfondsen.

Allemaal onbewezen veronderstellingen? Onderzoeken naar emam's van onder andere de Bella Research Group en de John S. and James L. Knight Foundation lijken er alle

op te wijzen dat het beleggen via nieuwe asset managers inderdaad profijtelijk is voor pensioenfondsen. Sarah Rundell schrijft in een artikel voor Top1000funds over het emerging asset manager-programma van het Illinois Municipal Retirement Fund (ca \$ 50 mrd AuM) dat het IMRF sinds 2004 voert. Het IMRF laat circa 20 procent van haar assets managen door emam's. In 2017 betaalde IMRF 28 bps aan fees en waren de mediane kosten voor de VS pensioenfondsen 36 bps. Lagere kosten en daarbij ook nog een outperformance van 46 bps ten opzichte van de benchmark voor haar peer group. Ook grote pensioenfondsen als CalPERS, NY City Retirement Systems, Teacher Retirement System of Texas hebben emam-programma's en wijzen daaraan bedragen toe van tussen de \$ 3,5 en \$ 11 mrd. Het schaalprobleem – 'we zijn te groot voor ze en vormen dus een te groot deel van hun assets en inkomsten' – hebben ze eenvoudig opgelost met separate mandaten.

Het is onwaarschijnlijk dat deze voordelen niet ook voor Nederlandse pensioenfondsen aanwezig zouden zijn. Daarbij rijst de vraag of de noodzaak voor onze pensioenfondsen om met emam's te beleggen niet veel groter is dan voor hun zusterorganisaties in de VS. Waarom? Langzaamaan wordt er in Nederland steeds minder direct belegd. Kennis verdwijnt. Is dat ernstig? Niet als je je geheel en al aan de Angelsaksische asset managers wilt overleveren. Ik durf de stelling wel te verdedigen dat je voor een adequate selectie van asset managers zelf assets gemanaged moet hebben. Dit alles wil niet zeggen dat er geen risico's kleven aan het gebruikmaken van emam's. Het niet gebruikmaken van emam's brengt echter vele andere risico's met zich mee. Aan u de keuze. «

'We must face up to what we are doing'

DOOR ARNOUD VEILBRIEF

De water- en afvalsector is wereldwijd booming. Bertrand Lecourt, Portfolio Manager van het Sustainable Water & Waste fund van Fidelity International is enthousiast over water en afval als belegging. Hoe ziet de sector eruit en wat zijn de trends?

Water is misschien niet direct een onderwerp dat snel in de gedachten van mensen opkomt als iets waarin je kunt beleggen.

'Dat is waar. Het is iets wat mensen als vanzelfsprekend beschouwen. Iets wat er gewoon is. En toch is dat een misverstand, want er is niets vanzelfsprekends aan. Water heeft een lange waardeketen, vanaf het oppompen tot de consumptie van drinkbaar water bij jou en mij thuis. Maar daar kom ik later op terug, ik wil eerst een stapje terugdoen en duidelijk proberen te maken hoe fundamenteel afhankelijk we zijn van water.

Allereerst zijn water en afval geen zaken die los van ons staan. We zijn voor tachtig procent water en we produceren afval. Ik bedoel echt wijzelf, onze lichamen. Fundamenteel kan een relatie niet worden. Zonder schoon water kunnen we niet leven en ook niet zonder afvalverwerking. Misschien is het je wel eens gebeurd dat de waterleiding bij je thuis een paar uur afgesloten was. Dan merk je meteen hoe moeilijk het leven wordt. Vanaf de vroegste geschiedenis vestigde de mens zich aan het water. Om zich te wassen, om zijn afval te lozen, om het land te irrigeren, om andere gebieden te kunnen bereiken, voor het voedsel dat de rivier of de zee bood, enzovoort. In de moderne tijd is het belang van water alleen maar toegenomen. Er is geen product te bedenken

waarvoor we geen water nodig hebben. Van de koeling van datacenters tot de productie van auto's of vlees, voor ieder productieproces is water nodig. Grote hoeveelheden water. Er is zelfs bijna geen elektriciteit zonder water, want centrales, of ze nu op kolen, gas of uranium draaien, moeten gekoeld worden met water en hebben water nodig voor de aandrijving van de turbine.

Ook in de afvalverwerking is water onmisbaar. Voor het schoonmaken van glas, metaal of plastic, hebben we water nodig. Voor de verwerking van vaste afvalstoffen hebben we water nodig om het te verdunnen. Maar water is niet alleen noodzakelijk voor leven, het kan ook een bron van ziektes zijn. Vervuild, stilstaand water is een gevaar. Simpel gezegd: zonder water is er geen economie en geen leven. Voor afvalverwerking, dat ook nog eens zeer afhankelijk is van water, geldt hetzelfde. Zeker nu we steeds meer afval produceren. Maar om terug te komen op je oorspronkelijke vraag: als je dit tot je door laat dringen, kun je niet inzien hoe je niet kunt beleggen in water en afval.'

Ziet u de water- en afvalsectoren in feite als één?

'Niet als één, maar ze hebben ontzettend veel gemeen. Het zijn allebei absolute basisbehoeften van de mens, in tegenstelling tot de nieuwste gadget of app. Ze hebben dezelfde drivers: bevolkingsaanwas, urbanisatie en stijgende consumptie als gevolg van welvaartstoename. Dat zijn langetermijntrends. Daarnaast zijn ze ook nog eens verregaand met elkaar verbonden. Afvalverwerking is niet denkbaar zonder water, zoals ik al zei. En waarom worden groenten vaak verpakt in plastic? Simpel, om ze te beschermen tegen vocht. Groenten die zelf weer voor een groot deel uit water bestaan. En dat levert op zijn beurt weer een afvalprobleem op. En zo kun je doorgaan. De twee zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden.'

Duidelijk. Wanneer kwamen de water- en afvalsectoren in het vizier van beleggers?

'Dat is een relatief nieuw fenomeen, hoewel de Compagnie Générale des Eaux, waar Société Générale en Veolia uit

Figuur 1: Lead drivers supporting water and waste



voortkomen, al in 1854 naar de beurs ging. Bedrijven die in de water- en afvalvoorziening actief zijn, waren van oudsher nutsbedrijven, in handen van lokale overheden. Of het waren conglomeraten, die zich ook met bouw en energie bezighielden. Water en afval als de zelfstandige, zakelijk geleide en innovatieve sector die we nu kennen, kwam in de jaren negentig op. Door de liberalisatiegolf van die tijd werden nutsbedrijven verzelfstandigd. Bij Veolia is dat goed gegaan, het won veel contracten. Net als een concern als Suez. Tegelijkertijd kreeg de sector een gezicht. Men begon het 'verhaal' achter water en afvalverwerking te zien. Dat schoon water niet vanzelfsprekend is en dat we uit ons afval energie en bruikbare grondstoffen kunnen halen. Het zijn niet langer anonieme goederen, maar sectoren van kernbelang, waarbinnen steeds meer innovatie en specialisatie plaatsvindt. De sector is ook geprofessionaliseerd en geïnstitutionaliseerd. De zweem van corruptie en louche handel die er vroeger soms omheen hing, is er niet meer.'

Kunt u een beeld schetsen van de watersector?

'Water heeft een lange waardeketen. Tussen het oppompen uit de grond, bassins of de rivier en het gebruik zitten veel schakels: transport, opslag, zuivering, transport naar de eindgebruiker. En na gebruik opnieuw transport en verwerking. Er zijn ook veel producenten en dienstverleners bij betrokken. Fabrikanten van leidingen, bedrijven die de infrastructuur aanleggen, meet- en regelapparatuur, pompen, filterfabrikanten, ontziltingsinstallaties, noem maar op. Datzelfde geldt voor de afvalverwerkingsindustrie. Het is enorm!'

Beleggers hebben dus een ruime keuze uit diensten en bedrijven als ze in water of afval willen investeren.

'Precies. En omdat het niet alleen universele, maar ook heel diverse sectoren zijn, kun je risico's heel goed spreiden. Als je belegt in een waterbedrijf in Amerika en een afvalbedrijf in China, haal je volatiliteit uit je portefeuille en maak je hem wat defensiever, terwijl de sectoren op de lange termijn dezelfde kant opgaan. Dus ook voor diversificatie is beleggen in water en afvalverwerking verstandig.

Die diversificatie is trouwens minder eenduidig dan zij op het eerste gezicht lijkt. Meer mensen betekent meer behoefte aan water. Maar dat betekent niet dat het water ook per se aan het gebied van consumptie onttrokken wordt. Ik geef een voorbeeld. Water en afval zijn kostbare goederen om te transporteren. Productie en verbruik liggen dus in de regel niet ver van elkaar. Maar niet altijd. Als Chinezen door grotere welvaart meer avocado's of rundvlees consumeren door die producten te importeren uit Bolivia of de VS, doen ze dus een beroep op water uit die landen en niet uit hun eigen land, zoals wij dat doen met water uit Kenia als we boontjes uit dat land kopen in onze supermarkten. Dat betekent ook business voor de watersector in die landen. Het

hangt van de functie af. Kraanwater of water ten behoeve van hun eigen industrie komt weer wel uit het eigen gebied, omdat het transport relatief duur is.'

Waar ligt de grote vraag in de wereld?

'Uiteraard is er veel vraag in de opkomende markten, waar de economie het hardst groeit, waar de bevolking het sterkst toeneemt en waar relatief veel te doen is. Dat betekent: Azië en Afrika. Maar zoals ik zei, werkt de groei van bijvoorbeeld de Chinese economie overal ter wereld door. Daarnaast is er een sterke behoefte aan

Foto's: Ruben Eshuis Photography



CV

Bertrand Lecourt is de portefeuillebeheerder van het Fidelity Funds (FF) Sustainable Water & Waste Fund. Hij is sinds 2000 werkzaam in de wereld van het vermogensbeheer, gespecialiseerd in onderzoek en beheer van de water- en afvalsector. Daarvoor werkte Lecourt bij Polar Capital en daarvoor bij Aquilus Investment Management. Hij heeft ook onderzoeks- en onderzoeksmangementfuncties bekleed bij Deutsche Bank, Dresdner Kleinwort Benson en Goldman Sachs, waardoor hij een rijke ervaring heeft in onderzoek en beheer van water- en afvalstrategieën.

investerings in ontwikkelde economieën, bijvoorbeeld wanneer oude leidingen moeten worden vervangen door nieuwe, of doordat we hogere milieu-eisen stellen. De groei is dus mondiaal.'

Gezien het niet te overschatten belang van water en afvalverwerking, zou je die beleggingen daarin daarom niet per definitie het ESG-keurmerk moeten geven?

'In het Fidelity Sustainable Water and Waste Fund gebruiken we standaard ESG-parameters, maar het is te simpel om iedere belegging in water of afval tot ESG te rekenen. Het is waar dat heel veel functies van water en van afvalverwerking een ESG-element hebben, maar dat maakt bedrijven in die sectoren niet automatisch ESG-proof, want daar komt meer bij kijken. Hoe het bedrijf zakendoet en andere ESG-parameters. In ons fonds moet zeventig procent minstens een A-, B-, of C-rating hebben. We zitten nu al op tachtig procent. De rest moet minstens op de goede weg zijn.

Wat telt is de impact die de bedrijven hebben op de samenleving. Dat hebben we zo tastbaar mogelijk gemaakt. Als je USD 2.500 investeert, levert dat water- en afvaldiensten op voor twee gezinnen.'

Gaan we meer betalen voor ons water en afval?

'Ja, maar we willen een schonere leefomgeving en we willen schoon water. Daar staat een prijs tegenover. En het is betaalbaar. We stuurden tot voor kort veel van ons afval naar China, maar China is gestopt met het importeren daarvan. Ze zeiden: stop, we hebben meer dan genoeg eigen afval. Ik bedoel: we must face what we are doing.'

U praat over China. De plastic soep in de Stille Oceaan komt vooral uit China en Zuidoost-Azië. Ziet men daar de noodzaak om te veranderen?

'Zeker, dat begint te komen. Je hebt het besef onder de

bevolking nodig dat het anders moet en je moet de overheden meekrijgen. Dat gaat niet van de ene op de andere dag. Het schadelijke, niet-afbreekbare afval van nu is iets recent. Afval was altijd iets organisch, dat door de natuur werd opgenomen en wat je dus rustig kon weggooien. Bovendien zijn we met zoveel meer mensen. En afvalverwerking kost uiteindelijk geld. Maar dat China ons afval niet meer aanneemt, geeft al aan dat men het als een probleem ziet. Daar gelden nu strenge eisen voor bouwgrond. Als je een vergunning wilt om woningen te bouwen, moet je eerst de bodem reinigen.

Ophalen van vuil is de eerste stap, zorgen dat het niet meer door de lucht of het water meegenomen wordt en uiteindelijk in de zee terecht komt. Wat de manieren van verwerking betreft, daar blijft nog veel potentieel onbenut. In landfill – het begraven van afval – is veel vooruitgang geboekt. Het is niet meer: begraven die boel en aarde erover. Compartimenteren, nieuwe technieken om lagen aan te leggen, het onttrekken van gas aan afval voor energie-opwekking, waterlekken komen bijna niet meer voor. Landfill has changed a lot. Ik kan iedereen aanraden daar eens onderzoek naar te doen.'

U noemde ontzilting al. Wat gebeurt er op dat gebied?

'Het is een oplossing, maar geen optimale. Je hebt er veel energie voor nodig, je moet het water transporteren van de zee naar de steden en je blijft zitten met grote hoeveelheden zout die ook weer ergens mee naartoe moeten, dus het is geen ideale oplossing. Maar voor sommige landen is het wel aantrekkelijk. Qatar heeft bijvoorbeeld een grote installatie. Het kan een deel van de oplossing zijn.'

Hoe zit het met het risk-reward profiel van beleggen in water en afval?

'Ik zou ze gematigd defensief willen noemen. Het zijn groeiaandelen, maar het is defensieve groei. De bedrijven die wij selecteren, creëren waarde, hebben een gezonde balans en genereren betrouwbare cashflows. Omdat de sector zo volop in beweging is, vinden wij een actief management geschikter dan een passieve strategie. Je kunt voor een deel in ETF's of een ander mandje beleggen, maar ze hebben het nadeel dat die samengesteld worden op basis van market cap en dat zijn niet per se de interessantste aandelen. Als je dat te veel doet, loop je het risico nieuwe bedrijven met een gunstig momentum te missen. Ik kijk iedere dag of er bedrijven bij zijn gekomen en hoe de bestaande bedrijven hebben gepresteerd.

Water en afval, het is wat we zijn en wat we maken. Het is heel interessante materie. En waar ik ook kom, van Canada tot Maleisië, het spreekt iedereen direct aan. Onze kinderen zijn zich er zeer van bewust, zelfs meer dan wij. It ticks many boxes.' «





COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

Populistisch beleggen

Als iets tegenwoordig populair is onder Nederlandse beleggers, dan is het wel duurzaam beleggen.

Van nature ben ik een contraire belegger. Daar maak je meestal geen vrienden mee, maar wel rendement. Dit jaar heb ik nog niet over duurzaamheid geschreven, maar het wordt tijd om te profiteren van het duurzaamheidsmomentum. Er is extra rendement te behalen dankzij de huidige duurzame transitie. Indien juist toegepast, kan duurzaam beleggen ook zorgen voor vertrouwensherstel in de financiële sector.

ESG, impact beleggen, maatschappelijk verantwoord of duurzaam; het zijn vaak termen die gebruikt worden voor een deel van de portefeuille. Het betekent automatisch dat de rest van de portefeuille kennelijk niet-duurzaam is. Dat is niet handig. Mijn stelling is dat er voortaan maar één soort rendement is en dat is een gezond financieel rendement. Het is rendement dat rekening houdt met alle externe effecten. Elke belegging heeft impact. Als de impact negatief is, hanteert een duurzame belegger vaak uitsluitingscriteria. Populair is het hebben van een positieve impact. Nu is dat een erg subjectief begrip, maar de 17 Sustainable Development Goals (SDGs) – een groot marketingsucces voor de Verenigde Naties – bieden voldoende aanknopingspunten. Beleggers en bedrijven maken uit de SDGs een selectie waar zij het verschil in kunnen of willen maken. Technologie als Big Data, de cloud en kunstmatige intelligentie zorgen ervoor dat men steeds sneller impact heeft. De technologie zorgt ook voor subjectieve keuzemogelijkheden voor de eindbelegger. Wie weet kan in de toekomst iedereen haar of zijn impact bepalen via een app, of via Alexa, Siri of Google Assistent.

Er is al veel onderzoek gedaan naar de impact van duurzaam beleggen op het rendement. De komende jaren zal het streven naar een gezond financieel rendement naar verwachting juist voor extra rendement

zorgen. Dat wordt veroorzaakt door de forse stroom geld richting duurzaam beleggen en juist uit bedrijven die hun 'license to operate' hebben verloren. Tabak is al de sigaar en fossiele brandstoffen lijkt eenzelfde lot beschoren. Passief beleggen heeft jarenlang geprofiteerd van een sterke instroom en dat heeft mede bijgedragen aan de sterke performance van passief. Het effect kan bij duurzaam beleggen zelfs nog sterker zijn. Men koopt immers niet de brede markt, maar een kleine selectie. Verder is er wetgeving op komst om die duurzame selectie te ondersteunen. Bedrijven met een grote carbon footprint worden straks afgestraft door de CO₂-taks. Centrale bankiers pleiten voor zo'n belasting en nu de Groenen de grote winnaars zijn van de Europese verkiezingen, hebben steeds meer partijen een groene agenda.

Een gezond financieel rendement is geen statisch begrip. Het is belangrijk om voeling te houden met de maatschappij. Alleen dan kan het vertrouwen van het grote publiek worden teruggewonnen. De Franse president Macron had bij de invoering van een belasting op energie onvoldoende oog voor de sociale aspecten. De gele hesjes hebben hem daarop gewezen. Datzelfde kan ook de CO₂-taks overkomen. Een combinatie met een CO₂-dividend heeft de voorkeur. Het bestaansrecht van veel ondernemers is dat zij een probleem oplossen en daarvoor worden beloond. Van bovenaf zijn die problemen dankzij de SDGs gemakkelijk te identificeren. Het grootste probleem en tegelijk het grootste risico voor beleggers is het klimaatprobleem. Daarmee verbonden zijn problemen op het gebied van energie, water en voedsel. Dan kunnen ook sociale problemen op het gebied van inkomen en welvaart worden opgelost. Dan is er pas echt sprake van een gezond financieel rendement. «

ALIGNMENT WITH THE UN'S SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS

By Eric Rice, PhD and Campe Goodman, CFA

In September 2015, more than 190 countries adopted the United Nations' (UN's) 2030 Agenda for Sustainable Development, including 17 Sustainable Development Goals (SDGs). These objectives aim to increase global economic growth and reduce inequality, while protecting the environment for future generations. This is a massive task, requiring an estimated US\$ 5 trillion to US\$ 7 trillion per year.¹

We believe that impact investors can play a central role in achieving the UN's SDGs by taking advantage of widespread opportunities to match purpose with profit.

During the development of our first impact-investing strategy in 2012, we began researching companies seeking to address large-scale social and environmental challenges in differentiated and innovative ways. We consulted with other impact investors, industry analysts, social entrepreneurs

and external advisors. We read reams of published research and literature reviews, and travelled the world listening and learning. Over the following years, we narrowed our focus to the impact themes that make up the strategy and our proprietary impact opportunity set (see Figure 1). Later, we launched an impact bond approach, modelled on our equity strategy.

When the UN SDGs were published in 2015, we were delighted to see how well our themes aligned. In our view, this overlap highlights our extensive research while emphasising the breadth and complexity of the challenges. The tick marks in Figure 2 denote where our impact equity and bond approaches intersect with the SDGs.

HOW IMPACT INVESTING CAN HELP ACHIEVE THE SDGS

We believe the private sector has the

ability to deliver many of the market-based solutions needed to address the SDGs. Our focus is on the impact challenges where social enterprises can make the most difference. We often find that a company's impact case aligns with more than one SDG, allowing us to address some goals as secondary objectives. For example, we find that:

- Health-services and health-science companies in our opportunity set seek to address Goal 3.
- Sustainable-energy companies we invest in help meet Goals 7 and 13.
- A private education company that helps meet Goal 4 has a student body made up mostly of women and girls, which helps to address Goal 5.
- Water-treatment and wastewater-management businesses we invest in seek to provide solutions for Goals 6, 11 and 12.

Figure 1: Focus Impact Themes



LIFE ESSENTIALS

- Sustainable agriculture and nutrition
- Health
- Clean water and sanitation
- Affordable housing



HUMAN EMPOWERMENT

- Education and jobs training
- Financial inclusion
- Digital divide
- Safety and security



ENVIRONMENT

- Alternative energy
- Resource stewardship
- Resource efficiency

As at April 2019 | For illustrative purposes only | Themes presented may change over time. There is no guarantee that an approach will have all of the characteristics described above.

Source: Wellington Management

Figure 2: How we believe our impact approaches are aligned with the UN SDGs



Sources: UN.org, Wellington Management | For illustrative purposes only

We believe that bridging the digital divide and expanding financial inclusion are critical pathways for reducing poverty, enhancing gender equality and reducing inequalities (Goals 1, 5 and 10, respectively). For example, we own a Bangladeshi telecommunications company providing poor rural women with jobs selling products to communities that would probably otherwise lack internet access or mobile phones. In our view, this firm is expanding the digital universe while promoting the advancement of women and the poor.

But simply being aligned with one or more of our themes is not enough to be considered an impact investment. For each company, we also assess its additionality – its impact should not easily be achieved or replicated by other means (such as government spending).

LOOKING TOWARDS THE FUTURE

Today, the SDGs have become a common framework for many investors focused

on sustainable investing. We welcome the increased visibility and sense of urgency for impact they have brought. For some goals, the investable universe in publicly listed equities is small or non-existent, because the necessary solutions don't fit with a marketable product or service. Guided by the UN's visionary SDGs, we aim to constantly learn and adapt as we seek to deliver attractive financial returns by investing

in companies working to solve big global problems. «

1 United Nations Conference on Trade and Development (2017 estimates)

This article was written by Eric Rice, Portfolio Manager, Global Impact and Campe Goodman, Portfolio Manager, Global Impact Bond, Wellington Management.

We began researching companies seeking to address large-scale social and environmental challenges in differentiated and innovative ways.

For professional and institutional investors only. Not for onward distribution. All investing involves risk. Investors should consider the risks that may impact their capital before investing. 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 a fund. 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.

Intern beoordelingsraamwerk garandeert 'G' van Green Bonds

DOOR JOLANDA DE GROOT

De wereldwijde markt voor Green Bonds is de laatste jaren sterk gegroeid. Omdat internationale richtlijnen voor Green Bonds soms helderheid ontberen, ontwikkelde Achmea IM een eigen intern beoordelingsraamwerk. Annette van der Krogt, Hoofd Verantwoord Beleggen en Viktor Stunnenberg, Senior Portfolio Manager, beiden werkzaam bij Achmea Investment Management, beantwoorden een aantal vragen.

Wat zijn green bonds?

Een green bond is een obligatie waarvan de opbrengsten worden gebruikt om milieuvriendelijke projecten te financieren. Dan kan het bijvoorbeeld gaan om de energietransitie (mitigatie) of het aanpassen van de openbare ruimte aan gevolgen van klimaatverandering (adaptatie), om vergroening van de leefomgeving of om het beschermen van natuurgebieden. Green Bonds hebben dezelfde financiële

karakteristieken als gangbare, 'grijze obligaties'. Ze hebben een soortgelijk rendement, hetzelfde kredietrisico en een vergelijkbare liquiditeit. Het beleggen in green bonds brengt geen extra aan- en verkoopkosten met zich mee.

Waarom is het belangrijk om zelf een check te doen op de groene karakteristieken van een Green Bond?

Er bestaan weliswaar internationale richtlijnen, maar die vinden wij niet altijd even helder. Zo kan een emittent momenteel zelf bepalen of een obligatie als green bond gelabeld wordt. Om te waarborgen dat een investering in een green bond volledig ten goede komt aan het realiseren van milieudoelen blijft het essentieel vooraf een controle uit te voeren en het oogmerk van een green bond nader te toetsen.

Om de 'groene' kwalificaties van een green bond te toetsen, heeft Achmea Investment Management (IM) een intern beoordelingsraamwerk ontwikkeld. Door goed inzicht te krijgen in onder meer de gefinancierde projecten, projectselectiecriteria, de wijze waarop opbrengsten worden beheerd en de kwaliteit van de rapportage, krijgen we een helder beeld van de beoogde positieve impact van een green bond. Door een green bond vooraf goed te beoordelen, ontstaat er vertrouwen dat de investeringen werkelijk bijdragen aan het realiseren van milieudoelen.

Wat is de omvang van de green bond market in zijn totaliteit?

De wereldwijde investment grade markt voor green bonds is de laatste jaren sterk gestegen en heeft inmiddels een

Een green bond is een obligatie waarvan de opbrengsten worden gebruikt om milieuvriendelijke projecten te financieren.



'DOOR EEN GREEN BOND VOORAF GOED TE BEOORDELEN, ONTSTAAT ER VERTROUWEN DAT DE INVESTERINGEN WERKELIJK BIJDAGEN AAN HET REALISEREN VAN MILIEUDOELEN', ALDUS ANNETTE VAN DER KROGT EN VIKTOR STUNNENBERG VAN ACHMEA INVESTMENT MANAGEMENT.

Green Bonds hebben dezelfde financiële karakteristieken als gangbare, 'grijze obligaties'. Ze hebben een soortgelijk rendement, hetzelfde kredietrisico en een vergelijkbare liquiditeit.

omvang van bijna EUR 300 miljard. In eerste instantie waren het vooral staatsgerelateerde instellingen, zoals de Europese investeringsbank (EIB), die naar de markt kwamen met green bonds, maar al snel volgden ook uitgiftes door nutsbedrijven en financiële instellingen. De laatste jaren zien we steeds meer aanbod van green bonds van bedrijven uit andere sectoren, zoals de auto-industrie, de ict-sector en de luchtvaartsector. En er zijn verschillende overheden naar de markt gekomen. Ook de Nederlandse Staat heeft in mei van dit jaar voor de eerste maal green bonds uitgegeven. Door de groei is de green bond-markt inmiddels groot en gespreid genoeg naar landen en sectoren om een goed gediversificeerde portefeuille te kunnen opbouwen, naast andere vastrentende categorieën. Van de totale marktomvang van green bonds van EUR 300 miljard wordt momenteel circa EUR 200 miljard gevormd door bedrijfsobligaties en EUR 100 miljard door staats- en staatsgerelateerde obligaties. De bekendste Euro Green Bond Index is EUR 160 miljard groot.

Welk rendement mogen beleggers verwachten van green bond funds?

Beleggers in green bonds kunnen een vergelijkbaar rendement verwachten als beleggers in aggregate Europese obligatie-indices. De samenstellingen van de indices hebben veel overeenkomsten als we kijken naar de verdeling tussen bedrijfsobligaties en staats- en staatsgerelateerde obligaties en de gemiddelde rating. Dit is goed te zien in figuur 1 over de afgelopen 5 jaar. In de praktijk zien we nauwelijks verschil tussen het rendement van een green bond en dat van een normale obligatie van dezelfde uitgever. Green bond funds kunnen wel extra rendement genereren door in te schrijven op nieuwe uitgiftes. Deze nieuwe uitgiftes komen vaak met een interessante premie en omdat de markt kleiner is dan de aggregate obligatiemarkt is het effect van deze nieuwe uitgiftepremie groter.

Wat onderscheidt het Achmea IM Green Bond Fund van andere green bond funds?

Het Achmea IM Green Bond Fund onderscheidt zich van andere aanbieders door de strikte scheiding tussen het portfoliomanagement en het MVB-team. Het MVB-team bepaalt aan de hand van het eigen beoordelingsraamwerk welke green bonds echt als groen bestempeld worden en bepaalt zo het beleggingsuniversum voor de strategie. De

Figuur 1: Euro Aggregate vs Green Bond Index



portfoliomanager heeft hier geen invloed op en zal zijn keuze moeten maken uit de green bonds die als groen worden bestempeld. Op dit moment wordt zo'n 5 procent van de benchmark als niet-groen gezien. Hier zijn dan ook geen posities in ingenomen.

Daarnaast heeft Achmea IM jarenlange ervaring in het managen van creditportefeuilles die qua karakteristieken erg veel lijken op het green bond-universum. In deze creditportefeuilles zijn namelijk ook staats- en staatsgerelateerde obligaties opgenomen. Achmea IM is zeer ervaren in het managen van dergelijke mandaten, en in de daarbij horende samenwerking tussen de portefeuillemanager staats- en staatsgerelateerde obligaties en de sectorportefeuillemanagers van de bedrijfsobligaties.

Hoe werkt dat dan in de praktijk?

Een voorbeeld is de uitgifte van een green bond door Polen. In december 2016 was Polen het eerste land dat een green bond naar de markt bracht. Een ontwikkeling die zowel werd toegejuicht als met scepsis werd ontvangen. Polen is voor haar energiehuishouding namelijk sterk afhankelijk van kolengestookte energiecentrales. Als Achmea IM waren we bezorgd dat de opbrengsten van de obligatie gebruikt worden voor bijstook van biomassa in energiecentrales en daarmee juist de Poolse kolenindustrie versterken. In onze optiek laat het door Polen gehanteerde green bond raamwerk te veel ruimte open voor interpretatie. Hierdoor is het vertrouwen dat de opbrengsten volledig ten goede komen aan milieudoelen niet voldoende aanwezig. Deze green bond voldoet nu dus niet aan een aantal van onze criteria. Mocht Polen haar green bond-raamwerk aanscherpen of aanvullende informatie openbaar maken, dan kunnen we onze beoordeling bijstellen. Maar tot dat moment nemen we deze green bond dus niet op in ons 'belegbaar universum'. «

Meer data nodig voor duurzame doelstellingen

DOOR JOOST VAN MIERLO

De discussie over duurzaam beleggen is aanzienlijk geholpen door de helderheid die de Sustainable Development Goals (SDGs) van de Verenigde Naties brachten. Maar voor veel van de doelstellingen ontbreken nog bruikbare data. Die verzamelen heeft nu prioriteit.

Theresa Boettger is Investment Specialist bij DWS en richt zich op ESG-beleggingen bij de Duitse vermogensbeheerder. ESG is een onderwerp dat haar aan het hart gaat. 'Net als andere millennials probeer ik te leven volgens de principes die ik uitdraag. Ik eet geen vlees, ga te voet naar het werk, voor lange afstanden neem ik de trein en als ik in het buitenland ben, kies ik voor Airbnb in plaats van voor hotels.' En 'natuurlijk' is ze met de trein vanuit Frankfurt naar Amsterdam gekomen. 'Dat is veel efficiënter. Het wordt een probleem om bijvoorbeeld naar Wenen te gaan. De treinreis duurt zes uur. Soms kies ik dan voor het vliegtuig.' Haar gezicht maakt duidelijk dat dit niet van harte gaat.

Bij DWS draait het allemaal om het samenstellen van een portefeuille waarvoor duidelijke ESG-criteria gelden. Maar het is niet simpelweg een portefeuille van bedrijven die het hoogste scores op dit gebied. DWS verzamelt de gegevens van zes verschillende databureaus. Daarna wikken en wegen de specialisten binnen DWS deze gegevens en houden deze tegen het licht van de Duurzaamheidsdoelstellingen, zoals die door de Verenigde Naties zijn geformuleerd. Alle bedrijven krijgen een eigen ESG-status, van A – zeer goed, tot F – belabberd. De duurzaamheidsfondsen van DWS zullen nooit beleggen in E en F fondsen, maar maken een selectie van 40 tot 60 ondernemingen uit de resterende bedrijven. Boettger: 'Het gaat erom een portefeuille samen te stellen met een superieure kwaliteit die evenwichtig in elkaar zit.'

Het klinkt niet erg duurzaam om een bedrijf met een D-status in de portefeuille op te nemen.

Het gaat om uitzonderingen. Het kunnen bedrijven zijn die naar ons gevoel tijdelijk minder hoog scoren om verschillende redenen. Dat kan het geval zijn doordat het business model verandert of door negatieve pers waardoor de betreffende onderneming onder de gemiddelde duurzaamheidsscore is gekomen. Er worden maatregelen genomen en het moet onze verwachting zijn dat deze onderneming op termijn weer een C-status zal krijgen. We zijn heel voorzichtig met

het opnemen van dit soort bedrijven in de portefeuille. Ze mogen slechts 15% van de portefeuille uitmaken. Voor de andere niveaus geldt geen maximum. In de praktijk halen we dat maximum vrijwel nooit. De gemiddelde ESG-status van de ondernemingen in de portefeuille moet ten minste B zijn.

Waarom niet gewoon een portefeuille samenstellen met alleen A- en misschien B-bedrijven?

Dat heeft te maken met de evenwichtige samenstelling. In de praktijk komt het erop neer dat de A- en B-bedrijven vooral in Europa te vinden zijn en deels in de VS. De ondernemingen in de Verenigde Staten hebben veelal een C-status. In Latijns-Amerika en Afrika is het lastig om voor ons acceptabele bedrijven te vinden. Dat heeft voor een belangrijk deel te maken met de beschikbaarheid van data. Wat dat betreft liggen Europese ondernemingen mijnenver voor op de rest. Maar voor de evenwichtigheid van de samenstelling is het noodzakelijk om ook andere, Amerikaanse, ondernemingen in de portefeuille op te nemen.

DWS legt de nadruk op een intensief contact met ondernemingen. Geldt dat met name voor de bedrijven die tijdelijk in de problemen zijn geraakt?

Bij die ondernemingen is het contact inderdaad intensiever. Maar het is veel breder. Neem een onderneming als Unilever. Dat heeft een zeer acceptabele B-status volgens ons model. Op tal van gebieden scoort het bedrijf zeer goed. Maar we zijn met Unilever in gesprek over een aantal ESG-onderwerpen waaronder het gebruik van plastic. Het is maar één onderneming, maar als een grote onderneming als Unilever een belangrijke stap zet op dat gebied, kan het voor een doorbraak zorgen.

De gemiddelde ESG-status van de ondernemingen in de portefeuille moet ten minste B zijn.

Organisaties zoals MSCI passen de status van ondernemingen aan vanwege onze aanbevelingen en helpen ondernemingen om in een meer ESG-conforme richting te gaan.

DWS maakt gebruik van tal van dataleveranciers. Wat kan DWS daar nog aan toevoegen?

We hebben een zeer ervaren team dat wereldwijde ontwikkelingen op de voet volgt. Soms zijn we de dataleveranciers voor. Neem een onderneming als Johnson & Johnson. Die hadden we in onze portefeuille, tot we ontdekten dat er problemen waren met sommige producten die de onderneming verkocht. We besloten daarop de aandelen te verkopen. Organisaties zoals MSCI passen de status van ondernemingen aan vanwege onze aanbevelingen en helpen ondernemingen om in een meer ESG-conforme richting te gaan.

Waarom accepteert DWS bedrijven die voor een deel activiteiten ontplooiën in controversiële sectoren als tabak en gokken?

Het klopt dat we bedrijven niet uitsluiten als een klein deel van de inkomsten bestaat uit dit soort inkomsten. Je moet hier denken aan benzinstations waar sigaretten worden verkocht of supermarkten waar gokkaarten worden verkocht. We hebben een maximum gesteld van 5 procent, behalve in het geval van kolen, daar is het 25 procent.

We zijn hierin niet uniek. We hebben de criteria zoals we die gebruiken, gebaseerd op internationale standaarden en de normen die instituten zoals het Noorse staatsfonds hanteren. Dat is een van de voorlopers in de wereld als het gaat om het in acht nemen van ESG-criteria.

DWS maakt een duidelijk onderscheid tussen ESG-criteria en de duurzaamheidsdoelstelling van de Verenigde Naties. Op welke manier vullen ze elkaar aan of versterken ze elkaar?

ESG-beleggen kwam vijftig jaar geleden op. De discussie over duurzaamheid werd enorm geholpen door de helderheid die de SDG-doelstellingen uit 2015 van de VN creëerden.

Maar het is niet altijd mogelijk om deze doelstellingen direct te vertalen naar een beleggingsportefeuille. Neem een thema als gendergelijkheid. Het is heel lastig om een product of een dienst te vinden die de gelijkheid tussen vrouwen en mannen bevordert. Wat dat betreft gebruiken we de manier waarop een onderneming de diversiteit in de bestuurslagen en vooral de raad van commissarissen

stimuleert. Dat geeft ons een handvat om in een bepaald thema te beleggen.

Het kan elkaar ook versterken. Microsoft is een goed voorbeeld. Die onderneming is heel goed als het gaat om het hergebruik van water en het gebruik van duurzame energie en is voorbeeldig als het gaat om het minimaliseren van afval. Dat zijn allemaal ESG-criteria. Microsoft heeft ook de cloud service Azure. Dat maakt het mogelijk voor



Foto's: Ruben Eshuis Photography

CV

Theresa Boettger is ESG beleggingsspecialist in aandelen bij DWS sinds 2015. Ze is een gecertificeerd EFFAS ESG-analist (CESGA). Voorafgaand aan haar functie bij DWS was ze consultant financiële dienstverlening bij Roland Berger en bankadviseur bij UniCredit, BayernLB in München en New York. Boettger heeft een Msc in Finance van de Universiteit Maastricht en een Ba in Business and Economics van Ludwig-Maximilians-University München.

Als er betere gegevens beschikbaar zijn en de dataleveranciers die kunnen verwerken, wordt het mogelijk bedrijven en landen op een krachtiger manier ter verantwoording te roepen.

andere ondernemingen om elektriciteit te leveren aan Microsoft, waardoor er efficiënter gebruik van kan worden gemaakt. Het sluit daarmee aan bij de VN-doelstelling om het klimaat te verbeteren. Microsoft scoort dus goed volgens beide maatstaven.

Hoe praktisch zijn de VN-doelstellingen?

Het is fantastisch dat ze er zijn, maar het schort bij sommige doelstellingen nog aan bruikbare data. Er is wat dat betreft nog een lange weg te gaan. Bij MSCI ontbreekt het bij acht van de in totaal zeventien doelstellingen nog aan bruikbare en meetbare gegevens en de beschikbare hoeveelheid data is ook bij de andere doelstellingen niet gelijkmatig verdeeld. Zo heeft meer dan de helft van de beschikbare gegevens betrekking op doelstelling 13, de klimaatverandering. Doelstelling 12, die over duurzame consumptie en productie, volgt qua beschikbare hoeveelheid data op grote afstand.

Waar ligt het probleem?

Het vraagt veel van bedrijven om dit soort gegevens te verzamelen. Ook rondom de uitstoot van CO₂ en andere criteria heeft het lang geduurd voordat bedrijven de

hoeveelheid informatie die nu beschikbaar is, verzamelden. Het ontbreekt in sommige gevallen aan duidelijkheid hoe de doelstelling kan worden gekwantificeerd. Bedrijven weten daardoor niet welke informatie ze moeten verzamelen. De discussie daarover is cruciaal. Ik zie dat als een van de belangrijkste aandachtspunten voor de komende jaren.

Het politieke klimaat helpt daar niet mee. De Amerikaanse president Donald Trump is een klimaatontkenner.

Het ligt eraan waar je de nadruk op legt. Als je naar de Verenigde Staten kijkt, dan is het inderdaad waar dat duurzaamheid niet de prioriteit krijgt van de president. Maar aan de andere kant heb je Calpers, het grootste pensioenfonds in de Verenigde Staten, dat wel degelijk aan de weg timmert als het gaat om ESG-criteria. En in Californië, de grootste staat in de Verenigde Staten, is duurzaamheid wel degelijk belangrijk. Ik wil daarmee niet ontkennen dat het zorgelijk is wat president Trump zegt en doet, maar het is niet het enige verhaal in de Verenigde Staten.

En neem China. Er zijn nu al steden waar het vervoer volledig is geëlektrificeerd. Met alle problemen rond luchtvervuiling gaat de omschakeling naar elektrische voertuigen in veel andere steden sneller dan we tot voor kort dachten. Dat wordt nog wel eens onderschat. Het wil niet zeggen dat dit niet voor nieuwe problemen zorgt. De productie van accu's heeft zijn eigen moeilijkheden, maar er zijn talloze ontwikkelingen waar hoop uit kan worden geput.

In nationale debatten mag duurzaamheid misschien niet de aandacht krijgen die het in mijn ogen verdient, maar dat wil niet zeggen dat er niets gebeurt. Landen hebben de doelstellingen van de Verenigde Naties geaccepteerd. Dat betekent dat ze zich eraan zullen moeten houden. Je kunt je afvragen hoe landen gedwongen kunnen worden om dit te doen, maar er zijn overal ter wereld voldoende signalen dat deze zaken serieus genomen worden. China is het grootste land ter wereld en heeft een voortrekkersrol. Als er betere gegevens beschikbaar zijn en de dataleveranciers die kunnen verwerken, wordt het mogelijk bedrijven en landen op een krachtiger manier ter verantwoording te roepen. «



Superieure portefeuille samenstellen die evenwichtig in elkaar zit

Tijdelijk minder goed scorende bedrijven goed volgen

De doelstellingen van de Verenigde Naties moeten worden opgevolgd



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

COLUMN

Wet langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders: een uitdaging voor innovatieve custodians?

Op 3 april 2019 is de Wet langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders door de Tweede Kamer aangenomen. Deze wet voorziet in nieuwe verplichtingen voor custodians. De vraag is of hier niet ook kansen liggen.

De nieuwe wet – die strekt tot implementatie van EU Richtlijn 2017/828 tot wijziging van de Aandeelhoudersrichtlijn – bevat een aantal bepalingen die van belang zijn voor custodians.

Deze bepalingen, die zullen worden opgenomen in de Wet giraal effectenverkeer (Wge), zien allereerst op het verplicht meewerken door custodians aan het identificeren van aandeelhouders en het doorgeleiden van informatie met betrekking tot de uitoefening van aandeelhoudersrechten. Zo wordt een custodian verplicht om een verzoek van de uitgevende instelling tot het verkrijgen van de contactgegevens van haar aandeelhouders onverwijld te honoreren, dan wel, als de custodian deze gegevens niet heeft, het verzoek door te geven aan de partijen in de bewaarketen voor wie hij de aandelen bewaart. De schakel in de bewaarketen die over de gevraagde gegevens beschikt, is verplicht deze gegevens aan de uitgevende instelling te verstrekken. De custodian is ook verplicht om van de uitgevende instelling afkomstige informatie met betrekking tot de uitoefening van aandeelhoudersrechten onverwijld aan de aandeelhouder door te geven dan wel aan de partijen in de bewaarketen voor wie hij de aandelen houdt, net zo lang tot de aandeelhouder is bereikt. Wat downstream geldt, geldt ook upstream: de custodian dient van de aandeelhouder afkomstige informatie met betrekking tot de uitoefening van aandeelhoudersrechten onverwijld door te geven aan de uitgevende instelling of aan de volgende schakel in de bewaarketen.

De bepalingen zien ook op het faciliteren van aandeelhoudersrechten. Onder de nieuwe regeling is de custodian verplicht de uitoefening van aandeelhoudersrechten te faciliteren door a) regelingen te treffen die de aandeelhouder in staat stellen om deze rechten zelf uit te oefenen, of b) deze rechten namens de aandeelhouder uit te oefenen, op

basis van een uitdrukkelijke machtiging van de aandeelhouder. De custodian is verplicht een van de uitgevende instelling afkomstige bevestiging van de uitgebrachte stemmen aan de aandeelhouder door te geven dan wel aan de partijen in de bewaarketen voor wie hij de aandelen bewaart. Bij de hier bedoelde aandeelhoudersrechten denke men allereerst aan het recht van de aandeelhouder om deel te nemen aan en te stemmen op aandeelhoudersvergaderingen. Daarnaast valt te denken aan financiële rechten, zoals het recht op het ontvangen van dividend, en aan rechten uit hoofde van door de uitgevende instelling of een derde geïnitieerde corporate events, zoals een aandelensplitsing, claimemissies, tenderbiedingen, conversies en de uitgifte van bonusaandelen. De custodian zal procedures moeten opzetten om effectuering van deze rechten mogelijk te maken.

Op het eerste gezicht betekent deze wet een lastenverzwaring voor custodians. Daarbij komt dat de Europese Commissie op 3 september 2018 Uitvoeringsverordening 2018/1212 heeft aangenomen – van toepassing vanaf 3 september 2020 – met daarin minimumeisen die bij de uitvoering van bovengenoemde verplichtingen inzake identificatie van aandeelhouders, doorgifte van informatie en uitoefening van aandeelhoudersrechten in acht moeten worden genomen. Het gaat daarbij om gestandaardiseerde formats, termijnen en beveiligingseisen. Ook dit betekent extra lasten.

Bij nader inzien liggen hier echter ook mogelijkheden voor innovatieve partijen. Custodians die gebruikmaken van moderne technologieën waarmee volautomatische verwerking van begin tot eind (straight-through processing) mogelijk is, zoals de blockchain, zouden het voldoen aan deze verplichtingen tot een product kunnen maken en daarmee de markt op kunnen. Wil de custodian 2.0 zich melden? «

Frederic Peemans Jack Julicher
Member ESG Committee CIO
UBP ASR Nederland

VOORZITTER: Jaap van Dam, PGM
DEELNEMERS: Jack Julicher, ASR Nederland
Claudia Kruse, APG
Frederic Peemans, UBP
Mary Pieterse-Bloem, ABN AMRO

Deze paneldiscussie is tot stand gekomen in samenwerking met UBP.

DUIDELIJK ZIJN OVER WAT JE MEET

Door Hans Amesz

Aan het einde van het Seminar Designing Investment Policy on ESG and Impact Investing dat Financial Investigator op 21 mei organiseerde, vond de paneldiscussie 'Talk is Cheap: what can investors do?' plaats. Niemand kan meer om ESG en Impact Investing heen, maar hoe verwerk je deze onderwerpen in je beleggingsbeleid? Hoe meet je de impact op de SDGs en welke initiatieven zijn het meest efficiënt en effectief? Deze vragen kwamen tijdens de paneldiscussie aan bod.



Wat is de impact van uw beleggingsbeleid op de SDGs (Sustainable Development Goals) en hoe meet u deze impact?

Claudia Kruse: 'De SDGs maken deel uit van het strategisch beleggingsbeleid van onze pensioenfondsklanten. In 2020 wil ABP 58 miljard euro hebben geïnvesteerd in SDGs, wat een verdubbeling is ten opzichte van 2015. Wat het betekent om in SDGs te beleggen, is een nieuw terrein. Het ontbrak in de markt aan voldoende informatie en adequate meetinstrumenten en daarom hebben we ENTIS opgezet. ENTIS is een team van datawetenschappers met wie wij een op AI (artificial intelligence) gebaseerde tool hebben ontwikkeld om echt diep in onze portefeuille te kunnen boren, om te kunnen vaststellen wat de betekenis van een belegging in SDG-opzicht is.'

Jack Julicher: 'Standaardisatie vinden wij erg belangrijk. Het ontbreekt aan een uniforme meetmethode. We nemen deel aan investeringsplatformen voor hulp bij het ontwikkelen van standaarden om de SDG-impact te meten. Bijvoorbeeld woninghypotheken, onroerend goed, enzovoort. Verder gaat het om focus. Als we het hebben over de impact van ons beleggingsbeleid op de SDGs, is het eerste wat we willen: geen negatieve beïnvloeding. Daarom hebben we een beleid geformuleerd met uitsluitingen. We hebben een aantal SDGs geselecteerd die passen bij onze activiteiten, onder andere klimaatverandering, betaalbare medicijnen, toegankelijke geneeskunde en arbeidsbescherming. Verder hanteren we zowel een bottom-up als top-down benadering. Samen met een aantal pensioenfondsen zijn we bijvoorbeeld begonnen met het ontwikkelen van economische scenario's om de veerkracht van onze portefeuille ten aanzien van klimaatverandering te onderzoeken.'

Mary Pieterse-Bloem: 'Het is onze verantwoordelijkheid om te weten wat er met het geld gebeurt dat onze klanten via een beleggingsrekening investeren, en waar we impact creëren. Vorig jaar hebben we, nadat al veel andere zaken waren uitgesloten, besloten om ook tabak uit onze portefeuilles te weren. Opvallend was dat we twee dagen nadat we deze beslissing hadden genomen, een brief van een grote vermogensbeheerder kregen waarin stond dat zij ook hadden besloten tabaksproducenten uit te sluiten. Misschien is dat toeval, maar waarschijnlijk niet. Je kunt op dit soort zaken invloed uitoefenen, vooral als je een grotere speler bent. Ik voel dat wij impact hebben omdat onze klanten, via rapportering, direct geconfronteerd worden met de beleggingen die wij over de hele linie doen. Men weet waar wij intensief mee bezig zijn: ESG, SRI, SDGs, impactinvesting. We proberen voorop te lopen, maar moeten uiteraard wel realistisch zijn. We kunnen niet zomaar helemaal donkergroen zijn.'

Hoe kan ESG efficiënt en effectief geïmplementeerd worden?

Julicher: 'ESG is van toepassing op alle portefeuilles van de eigen verzekeringsmaatschappijen, maar ook op de portefeuilles van onze externe klanten. Wij richten ons op SDGs die passen bij onze activiteiten. Als gevolg daarvan zijn we begonnen met het meten van de CO₂-voetafdruk van de portefeuille, waarvoor we een niet-financiële doelstelling hebben vastgesteld: in 2021 willen we voor 95 procent van ons beheerd vermogen de CO₂-voetafdruk meten. We zitten nu op 85 procent, worstelen met methodologieën, standaardisatie, enzovoort, maar we gaan verder. Ik heb een paar praktische adviezen. Zorg ervoor dat ESG-beleid diep in de cultuur van je portfoliomanagers verankerd zit: ze hoeven niet overtuigd te worden, ze moeten erin geloven. Verder helpt het als je beschikt

over gespecialiseerde ESG-teams, die ervaring hebben opgedaan met het managen van duurzame portefeuilles. Ten slotte is het zinvol de ontwikkelingen ten aanzien van ESG te monitoren en je aan te sluiten bij platforms. Wij hebben ons onder andere aangesloten bij de United Nations PRI (principles for responsible investment), PCAF, Climate Action 100+ et cetera. We besteden veel tijd en aandacht aan ESG. In de afgelopen twee jaar is de CO₂-voetafdruk van onze portefeuille bijvoorbeeld afgenomen met 33 procent.'

Frederic Peemans: 'Wij beschikken over een ESG-commissie die al onze beleggingsstrategieën screent. Vervolgens is het de verantwoordelijkheid van elk beleggingsteam om, op basis van gemeenschappelijke uitgangspunten, zijn eigen ESG-integratiecriteria en zijn eigen duurzaam beleggingsbeleid te ontwerpen, in plaats van een voorgeschreven beleggingsuniversum te krijgen. Daarbij zien wij ESG niet als een beperking maar meer als een beleggingskans. Zo behouden we de onafhankelijkheid van onze beleggingsteams en blijven zij volledig verantwoordelijk voor hun beleggingsprocessen, wat volgens ons de meest efficiënte manier is om SDGs te implementeren. Er is meer behoefte aan een holistischere benadering van vermogensbeheer. Dit betekent dat ESG-criteria of ESG-integratie niet alleen iets voor beleggingsteams zal zijn, maar voor het hele overkoepelende niveau van asset management.'

Hoe ga je om met tegenstrijdigheden binnen de SDGs, bijvoorbeeld de spanning tussen klimaatverandering en armoedebestrijding?

Pieterse-Bloem: 'Dat is niet gemakkelijk. Nu we van ESG naar SDGs gaan, worstelt het grootste deel van de vermogensbeheerindustrie hiermee. Er zijn 17 SDGs, dus hebben we veel data nodig, die spelen een zeer belangrijke rol. Je hebt gegevens nodig om alle individuele effecten op de SDGs te kunnen meten maar ook voor de performancerapportage voor klanten. Je moet een kader ontwikkelen waarmee je in het geval van tegenstrijdigheden een soort afweging kunt maken.'

Peemans: 'Eerlijk gezegd denk ik dat we compromissen niet kunnen vermijden. In het specifieke geval van armoede versus klimaat, staat deze vraag bij onderhandelingen centraal. Het is waarschijnlijk dat economische groei gepaard gaat met meer CO₂-uitstoot, maar tegelijk armoedebestrijding in de weg kan staan. Wij kiezen niet de gemakkelijkste weg om belangenverstrengelingen tussen SDGs te vermijden. We pakken ze allemaal samen aan. In onze impactstrategie willen we alle SDGs aanspreken via zes beleggingsteams, waaronder SDG 16: vrede, gerechtigheid en sterke instituties. Het is niet eenvoudig om de juiste manier te vinden om in SDG 16 te investeren, reden waarom wij een deel van onze beheersvergoeding aan goede doelen schenken.'

Kruse: 'Om dilemma's te vermijden, helpt het om duidelijk te zijn over wat je meet. Daarvoor moet je je richten op activiteiten en niet zozeer op gedrag. Ik noem als voorbeeld twee nutsbedrijven die groene obligaties hebben uitgegeven. Het ene bedrijf wilde zijn windparken uitbreiden, het andere streefde naar het iets minder vervuilend maken van zijn



raffinageactiviteiten. Wij hebben gekozen voor het eerste bedrijf, voor het uitbreiden van het windpark. Voor oordeelsvorming is kennis onontbeerlijk. Kijk naar palmolie. Aan de ene kant gaat het om 35 tot 40 procent van de plantaardige olie en draagt het echt bij aan het terugdringen van honger. Aan de ander kant heeft de productie van palmolie een negatief effect op ontbossing. Er is expertise nodig om hierover te kunnen oordelen. Je moet de relevante ontwikkelingen voortdurend analyseren en je inzichten steeds weer actualiseren.'

Wat vindt u van initiatieven als ecolabels, nieuwe benchmarks, taxonomie. Wat is er nodig om de zaken echt te versnellen en gaat de Europese Unie (EU) wat dat betreft de goede kant op?

Kruse: 'Ik ben op dat punt bevooroordeeld als voormalig lid van de betreffende EU-expertgroep. Ik vind dat de EU geprezen moet worden voor de snelheid waarmee zij werkt. Er worden belangrijke stappen gezet. De taxonomie kan ertoe bijdragen dat er meer duidelijkheid in de markt komt. De initiatieven kunnen een grote impuls geven aan duurzame financiering, niet alleen Europees- maar op ook op wereldniveau.'

Julicher: 'Taxonomie in het kader van het EU-plan voor sustainable finance is belangrijk, omdat het een level playing field creëert. De principes van groene obligaties bijvoorbeeld, zorgen voor een level playing field met betrekking tot onder andere uniformiteit, verslaggeving, transparantie en het aannemen van richtlijnen. Ik denk dus dat de financiële sector zich in de goede richting beweegt.'

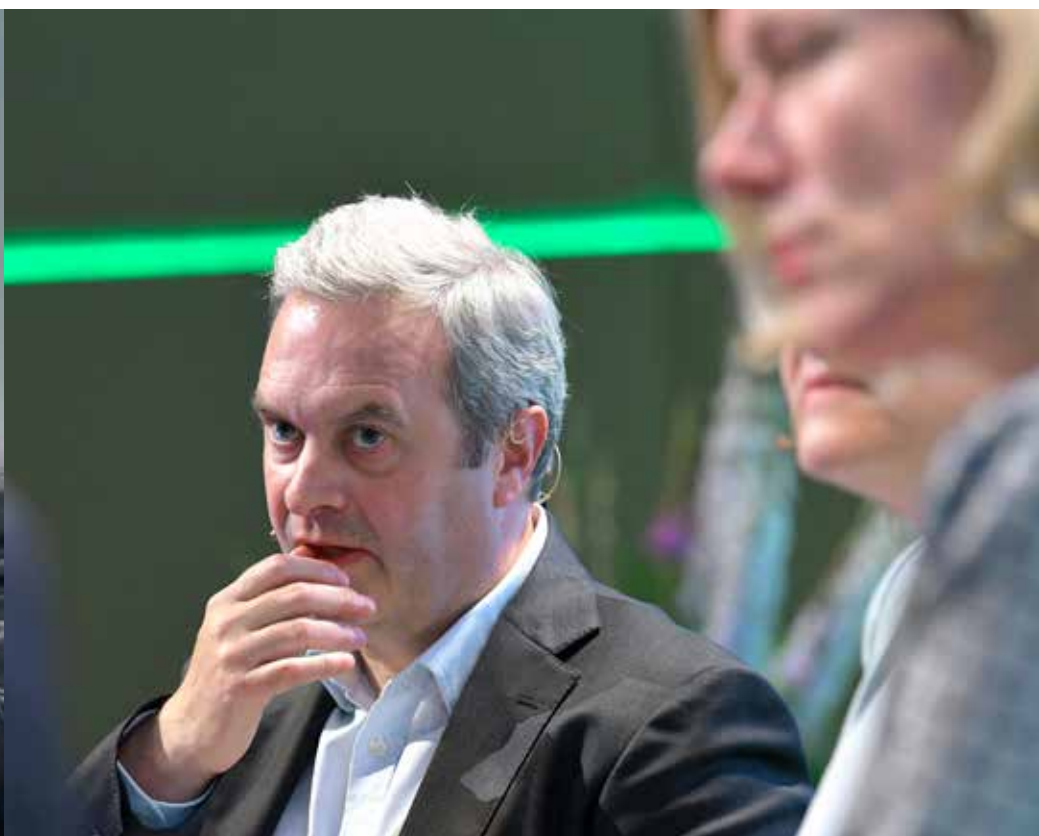
Wat zou er moeten gebeuren om ervoor te zorgen dat beleggers zich op de lange termijn kunnen concentreren en zich niet langer op de korte termijn hoeven te richten?

Peemans: 'Het antwoord is eenvoudig: de impact van beleggingen meten en dit goed communiceren aan beleggers. Dan weten beleggers precies waar ze aan toe zijn. Om die reden werken we via de investment Leaders Group samen met het Cambridge Institute for Sustainability Leadership, met name voor het ontwikkelen van impactrapportages. We hopen dat dit kan leiden tot een benchmark. Het is belangrijk niet alleen de financiële redenen voor een belegging te kennen, maar zeker ook de impact daarvan.'

Pieterse-Bloem: 'Wij doen veel op het gebied van bewustwording en educatie. Momenteel leiden we bijna duizend bankiers op door hen bijvoorbeeld deskundig te laten praten met klanten over duurzaam beleggen en de impact daarvan.'

Kruse: 'Je moet duidelijk zijn over wat je in de portefeuille wilt opnemen, in plaats van alleen te zeggen waarin je niet wilt beleggen. Wij vinden dat elke belegging moet worden beoordeeld in termen van risico, rendement, kosten en ESG. Dat alles samen creëert een lange termijn focus.'

Julicher: 'Belangrijk is lange termijn niet-financiële doelstellingen te stellen, bijvoorbeeld ten aanzien van het meten van impact. En het tweede is het stellen van doelen voor impact investing.' «



Een uniforme visie is cruciaal

DOOR JOOST VAN MIERLO

Om geloofwaardig te zijn, moeten vermogensbeheerders een uniforme visie uitdragen. Dat geldt met name rond beleggingen omtrent duurzaamheid. Een uniforme visie is de kracht van in duurzaamheid gespecialiseerde fondsen.

Dat stelt Philip Ripman, analist en fondsbeheerder bij Storebrand Asset Management, een Noorse vermogensbeheerder die gespecialiseerd is in duurzame beleggingen. Na het Noorse staatsfonds is Storebrand de grootste vermogensbeheerder van het land. In 1995 werden de eerste fondsen gelanceerd. Sinds 2005 vinden alle beleggingen plaats volgens ESG-criteria. Die uniformiteit is de grootste kracht van Storebrand, aldus Ripman. 'Het is ongeloofwaardig als een asset manager bij een klant op bezoek komt en stelt dat klimaatverandering een risico is in een portfolio en deze zelfde manager een week later wederom bij die klant over de vloer komt en vervolgens een portfolio aanbiedt waarin klimaatverandering geen enkele rol speelt.'

Is dat zo? Klanten kunnen toch vrij eenvoudig een deel van hun portefeuille in ESG-fondsen stoppen en een ander deel in andersoortige fondsen?

Misschien is het wat zwart-wit gesteld, maar veel van onze klanten hebben te maken met hun eigen geloofwaardigheid. Het gaat dan om steden of regionale overheden. Die hebben vaak hun eigen agenda om duurzaamheid te promoten. Hun eigen reputatie staat op het spel. Dan is het van belang om je te associëren met een partij met een eenduidige benadering.

Hoe zit het met individuele beleggers en pensioenfondsen?

Ook daar is sprake van verandering. Voor veel jongere beleggers is het belangrijk dat ze een goed gevoel hebben bij een vermogensbeheerder. Maar het is waarschijnlijk veel breder. Werkgevers moeten een aansprekende agenda hebben om de meest aansprekende talenten aan te trekken. Een heldere en uniforme boodschap wordt alsmaar belangrijker. Ik zit niet echt aan de commerciële kant van onze onderneming, dus ik ben huiverig om iets te zeggen over onze benadering van pensioenfondsen. Maar het zijn zeker in Nederland geavanceerde beleggers. Een heldere boodschap spreekt ook hen aan.

Een uniforme visie is de kracht van in duurzaamheid gespecialiseerde fondsen.

Duurzaamheid is een term die te pas en te onpas wordt gebruikt. Verliest het daardoor mogelijk aan betekenis?

Ik heb het gevoel dat het grootste gevaar geweken is. Tot enkele jaren terug werd er oeverloos gesproken over wat nu precies onder duurzaamheid moest worden verstaan. De introductie van de SDGs van de Verenigde Naties heeft voor helderheid gezorgd. Nu gaat de discussie in ieder geval over wat Klimaatverandering precies betekent. De komst van de SDGs is van grote betekenis. Het blijft lastig om in bedrijven te beleggen die zich met sommige van de sociale doelstellingen bezighouden. Dan gaat het bijvoorbeeld om gelijkheid en participatie. Maar er bestaat geen, of in ieder geval aanzienlijk minder, verwarring over de precieze definities.

Storebrand richt zich sinds midden jaren negentig op duurzaam beleggen en was daarmee eerder dan de concurrentie. Hoe behoud je dat voordeel nu iedereen de mond vol heeft over duurzaamheid?

Een van de belangrijkste voordelen is dat we klanten kunnen laten zien hoe de portefeuille over een reeks van jaren heeft gepresteerd. Het betekent niet dat onze fondsen onder alle omstandigheden geweldig hebben gepresteerd, maar wel dat je stil kunt staan bij de prestaties uit het verleden en uit kunt leggen welke lessen we hebben getrokken. Dat is, samen met het uniforme karakter van Storebrand, we doen niet anders dan duurzaam beleggen, een voordeel dat we op dit moment hebben.

Is de beleggingsstijl in de loop der jaren veranderd?

We onderkennen vier overkoepelende thema's als het gaat om duurzaam beleggen. Naast Klimaatverandering gaat het om bedrijven die een bijdrage leveren aan de duurzaamheid van steden, bedrijven die zich richten op duurzaam consumeren en bedrijven die sociale gelijkheid stimuleren. We hebben een team van specialisten die constant met elkaar in discussie zijn over nieuwe benaderingen en nieuwe beleggingsmogelijkheden. Het is dan niet voldoende om te spreken over klimaatverandering. Dat is een te breed begrip. We gaan op zoek naar onderliggende thema's. Daarbij is het van belang dat deze thema's elkaar aanvullen.

Een oliemaatschappij kan nog zo goed presteren op het gebied van gelijkheid, maar het blijft natuurlijk olie produceren.

We kijken daarnaast heel zorgvuldig naar regelgeving. Welke ondernemingen kunnen profiteren van veranderende regelgeving? Of het nu gaat om het vijfjarenplan op het gebied van duurzame energie van de Chinese overheid of de komende wetgeving van de EU op dit gebied.

Regelgeving is van groot belang. Kijk maar naar het Noorse bedrijf Tomra. Dat speelt een vooraanstaande rol als het gaat om het recyclen van plastic, een onderwerp waar recent gelukkig meer aandacht aan wordt besteed. Als je de koersgeschiedenis bekijkt, zie je dat de koers flink steeg toen er Britse regelgeving kwam om statiegeld te heffen op plastic flessen. Ook profiteerde het bedrijf van het bericht dat de EU het gebruik van plastic rietjes en plastic wattenstaafjes gaat verbieden.

Is het mogelijk om andere ondernemingen te belichten?

We hebben een intensieve discussie over de automobiel-sector. De traditionele autoproducenten investeren enorme bedragen in de ontwikkeling van elektrische voertuigen. Dat is natuurlijk een enorme vooruitgang met het oog op het klimaat, maar als je kijkt naar de ontwikkeling van steden dan is het vervangen van op brandstof rijdende auto's door elektrische auto's niet echt de oplossing. Met 7 miljoen elektrische wagens staat het verkeer in Shanghai nog altijd vast. Wij geven daarom de voorkeur aan ondernemingen die zich richten op de verbetering van het openbaar vervoer in steden. Het Chinese BYD is daarvan een voorbeeld. Alleen in China is het vermoedelijk mogelijk om een onderneming 'Build Your Dreams' te noemen, maar het bedrijf is een voorloper als het gaat om elektrische bussen. We hebben daar meer vertrouwen in.

Hoe kijkt u aan tegen de politieke ontwikkelingen wat betreft duurzaamheid? Is er als gevolg van de Amerikaanse president Trump en andere populistten geen sprake van een impasse?

De politiek heeft natuurlijk nooit echt vooropgelopen als het gaat om duurzaam beleid. Het is duidelijk dat de rol van Trump niet echt bevorderend werkt. Zijn invloed is groot, maar het is niet alleen Trump die beslist wat er gebeurt in de Verenigde Staten. Toen Trump besloot zich terug te trekken uit het Klimaatakkoord van Parijs, lieten tal van Amerikaanse steden weten dat zij zich gebonden bleven voelen aan de daar geformuleerde doelstellingen. En het is niet altijd de politiek die de doorslag geeft. Het grootste aantal windmolens staat in de Amerikaanse staat Texas. Dan weet je dat die er niet alleen staan omdat het zo goed is voor het milieu. Er wordt gewoon flink geld mee verdiend, laat dat maar aan de Texanen over. Maar dat wil

We onderkennen vier overkoepelende thema's bij duurzaam beleggen: klimaatverandering, duurzaamheid van steden, duurzaam consumeren en sociale gelijkheid.



CV

Philip Ripman is sinds mei 2015 portfolio manager voor Storebrand Global Solutions. In 2006 trad hij in dienst bij het duurzame beleggingsteam van Storebrand Asset Management. Ripman heeft verschillende overheden en instellingen geadviseerd over onderwerpen variërend van uitsluiting van steenkool, tot de milieueffecten van menselijke activiteiten en beleidsvereisten om internationale klimaatdoelstellingen te bereiken. Hij heeft een Master in Chinese Studies en in Politieke Wetenschappen en is gespecialiseerd in politiek, klimaatverandering, en integratie van duurzame ontwikkeling als beleggingsthema.

niet zeggen dat het niet zorgelijk is. Het is te hopen dat er een nieuwe omslag komt. En het is te hopen dat het dan niet te laat is.

Moeten we onze hoop vestigen op China?

Sommige mensen denken dat de Chinese overheid geen rekening hoeft te houden met de bevolking, omdat er geen democratie is. Maar de overheid heeft er alle belang bij om mogelijke onrust in de kiem te smoren. De klimaatdiscussie is juist in China en trouwens ook in India heel levendig. Dat komt doordat de gevolgen zo tastbaar zijn. Dan gaat het met name om luchtvervuiling. Ik heb zelf jarenlang in Tianjin en Shanghai gewoond. Op een slechte dag kon je geen hand voor ogen zien. Op een goede dag was het ten minste tien meter. Dat betekent dat er grote druk is om de situatie te verbeteren. Het klopt dus dat de Chinese overheid een voortrekkersrol speelt. Ze wordt daartoe gedwongen door de omstandigheden.

Hoe is de situatie in Europa?

Er zijn hoopgevende signalen. In Frankrijk zijn initiatieven afgekondigd om duurzame energie te stimuleren. In Duitsland worden uiterlijk in 2037 de kolencentrales gesloten. Spanje heeft recent bepaald dat het 100 procent van de energie op een duurzame manier wil produceren. Het aantal landen dat zich daartoe heeft verplicht, is tot meer dan 50 gestegen. Maar het gaat niet alleen om landen. In Oslo en Stockholm is het openbaar vervoer verduurzaamd. Dat zal elders worden overgenomen. Dat zijn allemaal positieve ontwikkelingen. Het is niet alleen populisme dat de klok slaat, al was dat het overheersende thema bij de Europese verkiezingen.

Tot enkele jaren terug werd er oeverloos gesproken over wat nu precies onder duurzaamheid moest worden verstaan. De introductie van de SDGs van de Verenigde Naties heeft voor helderheid gezorgd.

Hoe kijkt u aan tegen de opkomst van Social Bonds?

Het is een interessante ontwikkeling, maar het staat nog in de kinderschoenen. Het is verleidelijk om de vergelijking met Green Bonds te maken. Ook dat kwam moeizaam van de grond, omdat er veel verwarring was over de precieze definitie van deze obligaties. Er was aanvankelijk terechte twijfel of de beleggingen wel zo duurzaam waren als werd beloofd. Maar met striktere criteria is dat probleem opgelost en Green Bonds hebben de afgelopen jaren snel aan populariteit gewonnen. Het is wat dat betreft nog wachten op meer duidelijkheid als het gaat om Social Bonds, maar ze hebben eenzelfde potentie als de Green Bonds.

Kunt u voorbeelden geven van bedrijven waar Storebrand in belegt met het oog op het stimuleren van sociale gelijkheid?

Voor dit thema is het moeilijker om geschikte bedrijven te vinden dan voor de andere overkoepelende thema's. Maar neem bijvoorbeeld Vodafone, het Britse telecombedrijf. Dat heeft als officiële doelstelling om voor 2025 internet te bieden aan 50 miljoen vrouwen in landen waar de toegang voor deze groep te wensen overlaat. Daarnaast richt dochterbedrijf M-Pesa zich op financiële dienstverlening in landen met veel plattelandsgebieden in Afrika. Dit zijn enkele voorbeelden van grote beursgenoteerde ondernemingen. Het probleem is dat veel initiatieven worden ontplooid door bedrijven zonder beursnotering. «

De klimaatdiscussie is juist in China en trouwens ook in India heel levendig. Dat komt doordat de gevolgen zo tastbaar zijn.

Wachten op omslag in politiek klimaat

China speelt dominante rol in klimaatdebat

Social Bonds nog in kinderschoenen



HET EXCELLENTE PENSIOENFONDS

Door Jeroen Mol

De pensioensector ondergaat een forse professionaliseringsslag. Een nieuw boek beschrijft hoe excellente pensioenfondsen moeten opereren en hoe zij hun risico's kunnen indammen. Voor het predicaat 'excellent' ligt de lat hoog.

In april jongstleden verscheen een nieuwe versie van 'Het Excellente Pensioenfonds' bij Kluwer. Vijf jaar nadat de eerste druk verscheen (zie FI 2015, nummer 2), ligt er alweer een geheel herziene versie. Het nieuwe boek laat zich vlot lezen en behandelt 20 verschillende pensioenvraagstukken beschreven door 28 auteurs, merendeels praktijkmensen. Er zijn zeven extra hoofdstukken toegevoegd en het aantal pagina's werd met een derde uitgebreid. Het boek is geschreven voor de cursisten van het Instituut voor Pensioeneducatie (IVP). Maar ook pensioenfondsbestuurders zullen dankbaar gebruik kunnen maken van de brede inhoud, die in belangrijke mate over het Nederlandse pensioensysteem, governance, het Financieel Toetsingskader (FTK), uitbesteding en risicobeheer gaat.

'Dit is een optimistisch boek' schrijft inleider/initiatiefnemer Onno de Lange van het IVP. En dat terwijl het aantal pensioenfondsen alleen maar afneemt. Afgelopen vijf jaar verdwenen er weer ruim 100 pensioenfondsen door fusies en opheffing. Het nieuwe boek is sterk verbeterd ten opzichte van de eerste editie. Aan het Financieel Toetsingskader (FTK) is nu veel meer aandacht besteed en nieuwe onderwerpen werden toegevoegd, zoals risicoanalyse bij uitbesteding, bestuurdersaansprakelijkheid en hoe uitbesteding in de praktijk werkt. Het hoofdstuk communicatie werd opgesplitst in drie hoofdstukken: reputatiemanagement, 'klantenbediening' en Public Affairs (lobbyen). Nieuw is ook het hoofdstuk over het (trachten te) beheersen van het wet- en regelgevingsrisico: pensioenfondsen, maar ook vermogensbeheerders, kunnen hun diensten en producten alleen maar aanbieden in een wettelijk kader; zij zullen dat kader proberen te beïnvloeden met public affairs management.

Onder 'governance' verstaat De Lange verantwoordelijk bestuur, het toezicht daarop, risicobeheer en het afleggen van verantwoording. Governance vergt qua management meer dan het opstellen van een lijst met risico's en het modelmatig kwantificeren van deze risico's. Risico's inschatten is en blijft lastig, zeker bij pensioenfondsen die complexe besluiten moeten nemen. Het goed beheersen van risico's houdt evenwel in dat sprake moet zijn van verantwoorde risico's. 'Zelfs een excellent pensioenfonds is niet op alle terreinen uitmuntend', schrijft Peter Laaper, die in 2015 promoveerde op het onderwerp 'uitbesteding'. Risico's bij uitbesteding zijn vooral gelegen in het

vereiste dat een pensioenfonds te allen tijde 'in control' moet zijn. Ook in het geval van uitbesteding moet een pensioenfonds de risico's adequaat beheersen, aldus Laaper. Hoe uitbesteding in de praktijk werkt, wordt goed beschreven.

Interessant vond ik ook het hoofdstuk over strategisch risicomanagement van Thomas van Galen en Jeroen van der Hoek. Hier wordt ingegaan op de gebruikelijke risico's bij ALM, zoals het beleggingsrisico en het langlevensrisico. Ook wordt gewezen op gedragsmatige valkuilen (Nobelprijswinnaar Kahneman) bij het nemen van beslissingen of het vellen van oordelen: overmoed, status-quo-bias, procrastinatie (moeilijke beslissingen uitstellen; dat is zeker van toepassing bij pensioenfondsen) en ambiguïteitsbias (aversie tegen onzekerheid). Het is volgens mij een utopie te denken dat je alle risico's kunt uitsluiten.

Bij de paragraaf over beleggingen wordt maatschappelijk verantwoord beleggen wat ondermaats behandeld, terwijl pensioenfondsen steeds sterker onder druk worden gezet op dat vlak meer te doen. Ten slotte vraag ik mij nog steeds af waar die term 'excellent' eigenlijk op slaat. Meer een woord voor een pak koffie dan voor een complexe financiële instelling. Hadden excellente pensioenfondsbestuurders de vergrijzing, financiële crisis en de langdurige, desastreus lage rente kunnen zien aankomen? Bestaan er in ons land excellente pensioenfondsen, met een dekkingsgraad van 125% of meer? Amper. «

Jeroen Mol is PR/IR consultant en investment writer.



Een nieuwe aanpak voor klimaatbeleggen

DOOR JAN JAAP OMVLEE

De transitie naar een koolstofarme economie is een langetermijnproces, maar de kansen en risico's zijn al materieel. Amelia Tan, Director bij BlackRock Sustainable Investing, vertelt hoe beleggers hun portefeuilles kunnen positioneren met het oog op de koolstofarme economie.

BlackRock biedt institutionele beleggers een nieuw beleggingsraamwerk voor de energietransitie. Voluit: het 'Low Carbon Economy Transition Readiness Framework'. Aan de hand van dit raamwerk kan de 'transition readiness' van bedrijven worden beoordeeld. Hoe goed zijn zij voorbereid op de wereldwijde koolstofarme economie? In tegenstelling tot andere raamwerken ligt de focus hier niet alleen op de risico's, maar ook op het benutten van de kansen die zich voordoen dankzij deze transitie. In de bijbehorende paper, uitgebracht door BlackRock, identificeert het 'transition readiness framework' bedrijven die geacht worden beter voorbereid te zijn op deze transitie dan peers in hun sector. Verder stelt de paper dat een portefeuille die wordt gewogen op basis van het 'transition readiness'-signaal een lagere CO₂-uitstoot kan hebben en een grotere exposure naar 'clean technology-omzet' dan de moederbenchmark.

Hoe begint uw gesprek met een pensioenfonds doorgaans?

'Een pensioenfonds moet in de eerste plaats zijn duurzame beleggingsdoelstelling bepalen. Dit kan door blootstelling aan bepaalde ongewenste activiteiten te vermijden of door duurzaamheidsresultaten te bevorderen. De eerste heeft de neiging om de morele en ethische overwegingen van de deelnemers van het pensioenfonds weer te geven. Een pensioenfonds kan bijvoorbeeld reputatieschade willen voorkomen door beleggingen in controversiële bedrijven te vermijden. Dit kan impact hebben op de performance. Pensioenfondsen die hun duurzaamheidsresultaten willen verbeteren, kunnen dit doen zonder dat er een compromis van de performance nodig is. Sterker nog, als we de ESG-inzichten toepassen in een beleggingsstrategie en/of in de selectie van aandelen, kan dit de performance zelfs verhogen.'

Wat is uw kernboodschap rond het thema Transition Readiness?

'De eerste kernboodschap is dat, hoewel de transitie naar een koolstofarme economie een langetermijnproces is, wij geloven dat de kansen en risico's al materieel zijn en een versnelling zullen ondergaan op de middellange termijn. Denk aan fysieke

klimaatrisico's, strengere regelgeving op het gebied van milieueisen, een veranderende energiemix en technologische innovatie.

Ten tweede hebben pensioenfondsen op het gebied van klimaatinvesteringen doorgaans gekozen uit de volgende opties: desinvestering in vuile energie, investeren in koolstofarme energie en ten slotte investeren in schone energie. Door desinvestering én een koolstofarme aanpak kunnen investeerders de blootstelling aan de risico's van gestrande activa en koolstofintensieve bedrijven verminderen. Schone energie biedt mogelijkheden om deel te nemen aan de groei van koolstofefficiënte technologie. Nu kan je het beheer van overgangsrisico's en investeringskansen combineren door een toekomstgerichte positionering van de overgangsbereidheid in je portefeuilles.

Naast het verminderen van de blootstelling aan energieproductie uit fossiele brandstoffen en het verhogen van de blootstelling aan koolstofefficiënte technologie, kan je ook bedrijven die hun verbruik van natuurlijke hulpbronnen effectief beheren overwegen.

En ten derde, terwijl de bestaande klimaatinvesteringstrategieën zich voornamelijk richten op de milieuresultaten van de portefeuille, bijvoorbeeld fossiele brandstoffen, streven overgangsklare portefeuilles ernaar de financiële en milieuresultaten op lange termijn te verbeteren.'

Hoe reageren pensioenfondsbestuurders op uw verhaal?

'Pensioenfondsmanagers zijn soms verbaasd over de mate waarin hun portefeuilles zijn blootgesteld aan klimaatrisico's en -kansen. De geopolitieke en macro-economische risico's op de korte termijn hebben onze grootste aandacht. De effecten van de klimaatverandering zijn minder zichtbaar en lijken een ver probleem te zijn, wat leidt tot passiviteit. Daarom willen wij beleggers graag inzicht geven in de belangrijkste overgangsrisico's en -mogelijkheden waaraan zij worden blootgesteld.'

1. Fysieke klimaatrisico's

'De stijgende temperaturen op aarde leiden tot een toenemende frequentie van extreme weersomstandigheden en ook tot een toenemende intensiteit ervan. Deze hebben vandaag de dag een impact op onze economie. In de Verenigde Staten is de frequentie van extreme weersomstandigheden die meer dan 1 miljard dollar schade veroorzaken de afgelopen tien jaar sterk toegenomen. Volgens gegevens van Swiss Re bedroegen de verliezen in 2018 in totaal 337 miljard dollar. Ik denk dat pensioenfondsen zich nog niet volledig bewust zijn van de klimaatrisico's in hun portefeuilles en daar is een reden voor. Als je het hebt over fysieke klimaatrisico's, dan heb je het over het anticiperen op de toekomst. Dat is heel moeilijk. De oude voorspellingsmodellen blijken de impact van de klimaatverandering te onderschatten. Het goede nieuws is dat klimaatmodellering verbetert en dat de recente rekenkundige vooruitgang een meer granulaire analyse van de klimaatgegevens mogelijk maakt. Een lokale beoordeling van de risico's van activa is nodig om beleggers te helpen hun risico's te beheren of te diversifiëren. Als ze zich bijvoorbeeld in een 'hurricane belt' bevinden, zijn de risico's duidelijk groter.'

2. Strengere milieueisen

'Het aantal wereldwijd aangenomen klimaatwetten is sinds 1997 meer dan vertwintigvoudigd en het tempo is versneld na het Klimaatakkoord van Parijs. Wat zijn de gevolgen voor beleggers? Neem de prijsstelling voor koolstof. Net in 2018 heeft China het grootste emissiehandelssysteem ter wereld ingevoerd en India, Noorwegen, China, Nederland en Frankrijk hebben nu allemaal deadlines vastgesteld om voertuigen op fossiele brandstoffen te gaan verbieden. Aangezien koolstofbelastingen en regelingen voor de handel in emissierechten een groeiend deel van de wereldwijde koolstofuitstoot dekken, moeten beleggers zich de belangrijke vraag stellen of er in hun huidige portefeuilles rekening gehouden wordt met de gevolgen van de veranderende kosten van koolstof.'

3. Veranderende energiemix

'De veranderende energiemix is zowel oorzaak als uitkomst. Hernieuwbare energiebronnen nemen een steeds groter deel van de wereldwijde energiemix voor hun rekening en dit proces zal blijven versnellen door de snelle toepassing en de lagere kosten van duurzame energietechnologie. Naast de regelgevende factoren zal het maatschappelijk en bedrijfsbewustzijn ook de groei van de vraag naar hernieuwbare energie ondersteunen. Duurzame energiebronnen zijn ook aantrekkelijke investeringsmogelijkheden vanwege hun inkomensprofiel op de lange termijn en het risico-rendementsniveau. Het helpt ook dat dergelijke beleggingen een aantoonbaar positief milieueffect hebben, wat de pensioenfondsen helpt in hun communicatie met hun deelnemers over de duurzaamheidsresultaten.'

4. Technologische innovatie

'Vanuit economisch oogpunt zullen kostenreducties en energie-efficiëntie blijven verbeteren en de omarming van schone

energie gestimuleerd worden. Zo zijn de kosten van zonnepanelen de afgelopen decennia met meer dan 97 procent gedaald. Ook de verbetering van de energiedichtheid van accu's en de vooruitgang op het gebied van energieopslagstechnologie zullen het wereldwijde wagenpark van elektrische auto's doen groeien en de elektrificatie van andere soorten vervoer, zoals vrachtwagens en zeetransporten, ondersteunen.'



CV

Amelia Tan is Hoofd Platform Strategy and Innovation EMEA voor het BlackRock Sustainable Investing team. Zij geeft leiding aan de activiteiten op het gebied van duurzame beleggingsproducten en klantenstrategie voor EMEA. Het Sustainable Investing team van 20 beleggingsexperts is gericht op het identificeren van drijfveren voor rendement op lange termijn in verband met milieu-, sociale en bestuurskwesties, het integreren van deze drijfveren in alle beleggingsprocessen van Blackrock en het creëren van oplossingen voor klanten om een duurzaam beleggingsrendement te behalen.

Waar begint een 'TR'-benadering voor een pensioenfonds?

'Het begint met het vertalen van klimaatgerelateerde risico's en kansen naar de vijf pijlers van 'Transition Readiness' ('pijlconstructie'), die betrekking hebben op de betrokkenheid van de core business en het beheer van natuurlijke hulpbronnen. De vijf TR-pijlers van BlackRock zijn energieproductie, koolstof-efficiënte technologie, energiebeheer, waterbeheer en afvalbeheer. We hebben deze pijlers geconstrueerd op basis van meer dan 500 academische en industriële studies en een kwantitatieve analyse van meer dan 2000 metingen om het signaal in de data-ruis te vinden. Vervolgens beoordelen we het bedrijfsbeheer van alle vijf de TR-kenmerken.

Stap 2 is het bepalen van de materialiteit van de TR-kenmerken voor elke industrie. We bepalen het gewicht van de pijler voor elke sector door de materialiteit van de pijler voor de bedrijfsprestaties te beoordelen, zodat we de zuilscores kunnen combineren tot één investeringssignaal. Dit resulteert in een 'transitiebereidheidsmeting' voor elke onderneming ten opzichte van haar concurrenten.

In stap 3 stellen we een risicobeheerde portefeuille samen met behulp van optimalisatie om het totale TR-sigitaal van de portefeuille te maximaliseren binnen vooraf gespecificeerde voorspelde tracking error budgetten en andere risicofactorparameters. Door het beperken van de tracking error tot marktconforme benchmarks kunnen pensioenfondsen hun risico's beter beheer om aan hun financiële verplichtingen te voldoen.'

Zijn er drempels voor pensioenfondsen om dit toe te passen?

'Ten eerste moet een pensioenfonds het besluit hebben genomen om ESG in een bredere context te zien en moet het erkennen dat het noodzakelijk is om de milieurisico's in zijn beleggingsportefeuille aan te pakken. Daarnaast is er het besluit om af te stappen van een marktconforme benchmark. Nu we afstappen van de 'market cap' is er sprake van een zekere mate van actief risico, ook al lijkt de implementatie van de portefeuille passief van aard te zijn.'

Gaat het in deze gesprekken ook over kostenperceptie of performance trade-offs?

'Vijf jaar geleden was de uitruil van duurzaamheid en performance een zorg, maar nu niet meer. Als de wereld evolueert in de richting van een koolstofarme economie, dan is het economisch zinvol om je portefeuille dienovereenkomstig in te richten. De TR-strategie is ontworpen om zowel financiële als milieudoelstellingen te bereiken. Beleggers vragen zich ook af of duurzame beleggingsstrategieën meer moeten kosten. Weinige zullen beweren dat het niet in hun belang is om iets meer te betalen voor een investeringsstrategie die naar verwachting de risico's op lange termijn zal beperken. En je zou

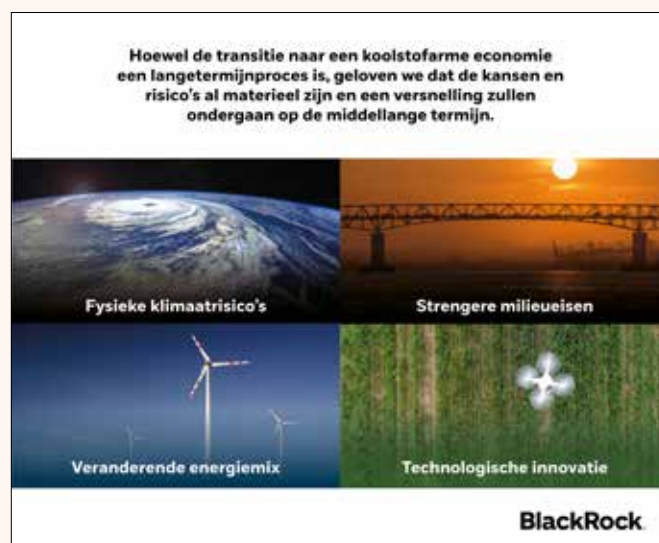
ook kunnen nadenken over het alternatief: wat zou het een pensioenfonds kosten om zijn eigen ESG-onderzoek en -inzichten te ontwikkelen? De omvang van de onderneming betekent vaak dat het voor pensioenfondsen zinvol is om toegang te krijgen tot duurzame beleggingsstrategieën van derden in plaats van hun eigen beleggingsstrategieën te ontwikkelen.'

Hoe ziet uw Transition Readiness raamwerk eruit over vijf jaar?

'Wij verwachten een verdere toename van data die tot meer inzicht zal leiden, bijvoorbeeld in opkomende en frontiermarkten of hoogrenderende obligaties. Ten tweede verwachten wij nieuwe inzichten op het gebied van klimaat in onze modellen te kunnen verwerken. Ten derde zullen duurzame beleggingen, zoals TR-portefeuilles, steeds meer de standaard worden.' «

Verder lezen:

<https://www.blackrock.com/nl/particuliere-beleggers/themas/duurzaam-beleggen>



Over BlackRock

Vanuit het Nederlandse kantoor in Amsterdam bieden de 50 leden van het Nederlandse team ondersteuning aan banken, vermogensbeheerders, adviseurs en institutionele cliënten zoals pensioenfondsen. Per 31 maart 2019 beheerde BlackRock namens beleggers effecten met een totale waarde van ca. USD 6.520 miljard. Website: www.blackrock.nl.



ALFRED KOOL

VAN WILLIS TOWERS WATSON
NAAR ZELFSTANDIG ADVISEUR



Foto: Archief Alfred Kool

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

Uitstekend!

U begon uw carrière bij PGGM. Wat was uw functie daar?

De eerste vijf jaar van mijn carrière was ik militair. Ik had toen ook al een communicatierol en ben in die tijd zelfs uitgezonden geweest naar Libanon. Pas later, in 1985, kwam ik bij toeval in de pensioenwereld terecht toen ik solliciteerde bij PGGM. Ik kwam er al snel achter dat de pensioenwereld verre van saai was, en maatschappelijk uiterst relevant. Communicatie stond nog in de kinderschoenen en met opgestroopte mouwen zijn we aan de slag gegaan. Dat gold ook voor public affairs en marketing. In 2005 vertrok ik als directeur Corporate Communication en ging ik verder als onafhankelijk adviseur pensioencommunicatie.

Verder heeft u gewerkt bij ABVAKABO FNV, Kool Baas en De Quelierij. Welke kennis heeft u daar opgedaan?

Een van mijn eerste opdrachten was het reorganiseren van de communicatieafdeling van ABVAKABO FNV. Die vraag kwam van een van de toenmalige FNV-bestuursleden van PGGM. Het was een geweldige ervaring om een vakbond van binnenuit te leren kennen. Later leerde ik Jac Baas kennen en vervolgens Celeste de Quelierij. We besloten de krachten te bundelen in KBdQ. Met een klein team van tien man ondersteunden we vele fondsen, uitvoerders en andere pensioengerelateerde opdrachtgevers. Een mooie gelegenheid om mijn ervaring breed in te zetten. In 2011 kocht Willis Towers Watson ons bureau en kwamen er steeds meer andere aandachtsgebieden op mijn pad. Zo heb ik me de afgelopen jaren met veel plezier gespecialiseerd in governance van pensioenfondsen. Als docent en coach, maar ook als begeleider van bestuurs-evaluaties. Mijn ervaring met communicatie bleek waardevol.

Hoe en wanneer bent u op het idee gekomen om als zelfstandig adviseur verder te gaan?

Ik maak me best zorgen over de licence to operate van de sector. De legitimatie bij het grote publiek. Het blinde vertrouwen in de kracht van collectief pensioen dat er voorheen bij veel mensen was, is sinds de crisis omgeslagen in een blind wantrouwen. Dat, in combinatie met een mager kennisfundament bij velen, zorgt er mede voor dat de overgang naar een toekomstbestendig stelsel zo moeizaam verloopt. Effectieve communicatie, en dan vooral over de sector zelf, is de komende jaren van cruciaal belang. Daar wil ik graag nog mijn steentje aan bijdragen. Binnen Willis Towers Watson was mijn focus echter steeds meer buiten communicatie komen te liggen. Vandaar dat ik heb besloten als onafhankelijk adviseur verder te gaan.

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

De combinatie van kennis en ervaring die ik sinds 1985 binnen de pensioensector heb opgedaan, komt me nu heel goed van pas. Ik realiseer me dat het een schaarse combinatie van deskundigheden is, die ik heel graag zo breed en concreet mogelijk wil inzetten.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Ik weet waar ik aan begin, maar het is altijd weer spannend. Dat maakt het juist leuk. Ik ben al 63, maar barst weer van de nieuwe energie.

Wat verwacht u als zelfstandig adviseur te bereiken?

Ik verwacht een bescheiden steentje bij te dragen aan hernieuwd vertrouwen in pensioendeskundigheid.

Heeft u nog persoonlijke ambities?

Waarom zou je pensioneren van iets wat je leuk en belangrijk vindt? Er is nog genoeg te doen. Maar wel met wat meer tijd voor mijn vrouw en kleinzoon.



Titel: De bank van goede bedoelingen
Auteur: Marcel Canoy
Uitgever: Prometheus
ISBN: 9789044641349

De bank van goede bedoelingen

Door Hans Amesz

In de verantwoording van zijn boek 'De bank van goede bedoelingen' schrijft econoom Marcel Canoy, distinguished lecturer aan de Erasmus School of Accounting and Assurance, dat hij het stoer vond van de Rabobank om de ramen open te gooien en hem zonder voorwaarden vooraf en zonder beperkingen toegang tot de bank te verlenen. Canoy heeft twee jaar in de keuken van de bank mogen kijken, heeft met talloze medewerkers en klanten in binnen- en buitenland gesproken op zoek naar een antwoord op de vraag: wat is er sinds de crisis bij de bank(en) veranderd? Dat antwoord luidt volgens de ex-hoogleraar in Tilburg: heel veel. Vaak door druk van buitenaf: door technologische veranderingen, aangescherpt toezicht of de publieke opinie. De Rabobank heeft het vaste voornemen om terug te gaan naar haar roots: een bank die wel winst moet maken, maar zich tevens inzet voor maatschappelijke belangen. In zijn boek maakt Canoy, onder andere met aansprekende voorbeelden, redelijk waar dat dit geen vrome praatjes van de vroegere boerenleenbank zijn. Dat de crisis vooral door nietsontziende graaiende bankiers zou zijn veroorzaakt, die geen waarde toevoegen aan de economie, is volgens hem volstrekt bezijden de waarheid. In Canoy's beleving willen de meeste bankiers gewoon hun werk doen en niet anderen bedonderen. Zo ook bij de Rabobank, hoewel dat in het verleden met bijvoorbeeld Libor (de bank kreeg in 2013 een boete van 774 miljoen euro voor pogingen tot manipulatie van de Libor- en Euribor-rentes), derivaten en witwassen, trouwens wel gebeurde. De perceptie van graaiende bankiers bestaat natuurlijk niet voor niets, maar de stelling van Canoy is dat dit niet aan de mensen ligt, maar aan het systeem en de prikkels. Dat is volgens hem goed nieuws, want mensen kun je niet wezenlijk veranderen maar het systeem en de prikkels wel. In zijn in maart 2017, bijna tien jaar na de financiële crisis, verschenen 'Dit kan niet waar zijn' beschrijft Joris Luyendijk wat er mis is in de Londense City. Ook hij stelt niet de mensen, maar het systeem verantwoordelijk voor wat er allemaal in de bankensector is misgegaan. Echter, in 2017 was Luyendijk van mening dat er aan het systeem fundamenteel niets was veranderd. Dat correspondeert met wat de door Canoy aangehaalde Rutger Bregman niet zolang geleden in De Correspondent schreef: 'Een groot deel van de moderne banksector creëert niets nieuws, het zuigt anderen alleen maar leeg.' Volgens Canoy is dat nonsens.

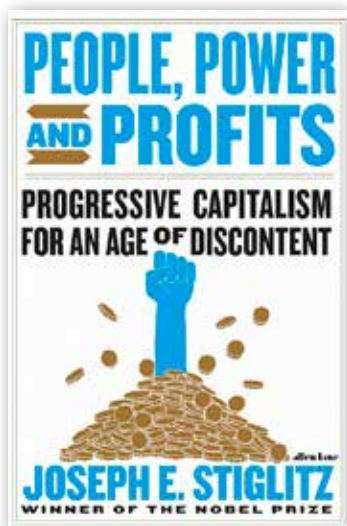


Titel: Paarlberg
Auteur: Harry Lensink
Uitgever: Balans
ISBN: 9789460039294

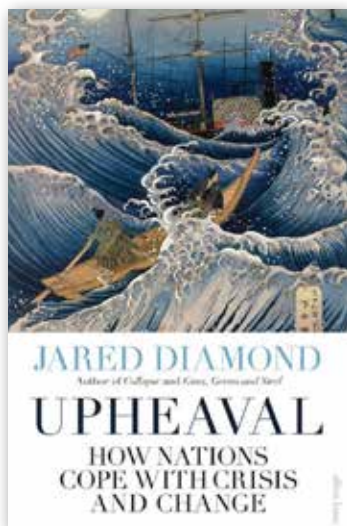
Paarlberg

Door Hans Amesz

Jan-Dirk Take Paarlberg (1957) was een gerespecteerde vastgoedondernemer, kunstverzamelaar en kasteelheer tot hij na de moord op de Amsterdamse vastgoedhandelaar Willem Endstra in 2004 werd aangehouden. Paarlberg werd verdacht van het innen en witwassen van 17 miljoen euro, het bedrag dat Endstra (bijgenaamd 'de bankier van de onderwereld') aan hem zou hebben overgemaakt, omdat deze werd afgeperst door Willem Holleeder. Op 8 juni 2010 werd Paarlberg veroordeeld tot 4,5 jaar onvoorwaardelijke gevangenisstraf. In hoger beroep kreeg hij 4 jaar, de cassatie bij de Hoge Raad faalde. Harry Lensink, die voor Vrij Nederland ruim tien jaar lang onderzoek deed naar de georganiseerde misdaad, heeft een knappe reconstructie van de dramatische val van de flamboyante zakenman geschreven. Dat deed hij naar eigen zeggen omdat er voor hem na de veroordeling van Paarlberg talloze vragen onbeantwoord waren gebleven. Hoe kon het dat hij zich had ingelaten met criminelen? Wat was zijn belang geweest, temeer daar hij het voor het geld niet behoefde te doen? En hoe solide was het bewijs eigenlijk? Kortom, wie was Jan-Dirk Paarlberg en hoe was hij in het Endstra-Holleeder-verhaal beland? Ondanks zijn zeer uitvoerige research durft Lensink niet te zeggen of Paarlberg nu wel of niet terecht tot een jarenlange celstraf is veroordeeld. Maar hij vindt wel dat Paarlberg recht heeft op een frisse, objectieve blik, het oordeel van een onbevangen en deskundige buitenstaander. Op een herziening van zijn strafzaak dus.



Titel: People, Power & Profits
Auteur: Joseph Stiglitz
Uitgever: Allen Lane
ISBN: 9780241399231



Titel: Upheaval
Auteur: Jared Diamond
Uitgever: Allen Lane
ISBN: 9780241003398

People, Power & Profits

Door Joost van Mierlo

De zorgen van Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz over de huidige staat van het kapitalisme zijn genoegzaam bekend. Sinds midden jaren negentig hamert hij in het ene na het andere boek op de desastreuze gevolgen van de globalisering. De voordelen zijn gereserveerd voor een economische elite.

In zijn nieuwe boek richt Stiglitz zich vooral op de in zijn ogen noodzakelijke oplossingen, waarbij de overheid een cruciale rol speelt. Daarmee staat hij lijnrecht tegenover de huidige Amerikaanse president Donald Trump, wat geen verrassing kan worden genoemd. Stiglitz gaat terug naar zijn politieke helden Theodore en Franklin Roosevelt. De eerste was in staat om de economische macht van olieconcerns en staalbedrijven te breken. De tweede zag het belang in van stijgende overheidsuitgaven om de armoede van de Crisis in de jaren dertig aan te pakken. Hogere belastingen, vooral voor de financiële sector en de traditionele energiebedrijven, moeten de Amerikaanse overheid helpen om nieuwe technologieën te ontwikkelen. Inderdaad, met overheidsgeld.

De golf van fusies en overnames, die steeds meer macht concentreert bij een kleine groep ondernemingen, moet worden gestopt. De mededingingsautoriteiten moeten visionaire inschattingen maken over de mogelijke ontwikkeling van sectoren. Stiglitz snapt zelf ook dat dit niet meevalt. Het staat allemaal haaks op het huidige beleid van de Amerikaanse president. Stiglitz geeft Trump echter krediet voor het adresseren van de frustraties van het leeuwendeel van de Amerikanen over de groeiende economische ongelijkheid in het land. De oplossingen van Trump – belastingverlagingen voor de allerrijksten en deregulering – zullen de problemen volgens Stiglitz alleen maar versterken. Het is wachten op een nieuwe economische crisis, die volgens Stiglitz niet lang meer uit zal blijven. Het is echter de vraag of deze snel genoeg komt om de herverkiezing van Trump volgend jaar te voorkomen. Hoe vurig Stiglitz dat ook hoopt, de kans daarop is klein.

Upheaval

Door Joost van Mierlo

Landen moeten op dezelfde manier omgaan met een crisis als individuen. Het gaat erom de problemen te erkennen, hulp te zoeken en 'selectief te veranderen', zoals Diamond het noemt. Het werkt voor individuen en het zou daardoor ook voor landen moeten werken.

Diamond beschrijft in dit boek de ervaringen van zeven verschillende landen: Finland, Japan, Australië, Duitsland, Indonesië, Chili en de Verenigde Staten. Ze hebben allemaal een politieke crisis meegemaakt, of maken die, in het geval van Japan en de Verenigde Staten, alsnog door. Sommige delen van het boek kunnen ademloos worden gelezen. Dat geldt bijvoorbeeld voor de beschrijving van de Finse ervaringen in de Tweede Wereldoorlog. Het nationale trauma – 5 procent van de mannelijke bevolking overleed in de oorlog met de Russen die de Finnen in hun eentje moesten vechten – werd verwerkt door de macht en kracht van de grote buurman te erkennen. Zelfs nu doet Finland nog geen poging om indertijd verloren gegane stukken land terug te claimen. Diamond noemt dit verstandig.

Het zijn stuk voor stuk lezenswaardige geschiedenissen. Diamond is een begenadigd schrijver die de grote lijnen van de geschiedenis behapbaar in de mal van zijn overkoepelende theorie giet. Na het jarenlang ontkennen van de verantwoordelijkheid van veel Duitse burgers voor de Nazi-verschrikkingen, is het erkennen hiervan intussen gemeengoed in het land. Australië heeft geleerd van de fouten die het maakte bij het onderdrukken van de inheemse bevolking, maar Japan worstelt nog altijd met het oorlogsverleden en is daardoor kwetsbaar voor represailles van vooral China en Korea (Noord en Zuid).

Diamond is minder overtuigend in zijn beschrijving van de huidige problemen in de Verenigde Staten en Japan. De toekomst laat zich immers minder gemakkelijk kneden dan de geschiedenis. Maar het blijft natuurlijk goed als landen hun problemen erkennen. Wellicht dat dit boek helpt.

» JOOST AKKERMAN

is bij NN Investment Partners begonnen als Product Manager. Hij is afkomstig van Privium Fund Management en werkte eerder voor Finles Capital Management.

» SJOERD HOOGEVEEN

is begonnen bij Schroders als Director Institutional Business Development Benelux. Hoogeveen werkte eerder voor M&G en voor ING Nederland.

» HERMAN GELAUFF EN WIJNAND BOERS

zijn gestart bij Sweco Capital Consultants. Gelauff is in dienst gekomen als Senior Consultant Real Estate Investments en Boers als Consultant Real Estate Investments. Gelauff werkte voorheen bij MSCI als Vice President Client Coverage. Boers werkte voorheen bij Cushman & Wakefield als Valuer.

» ERIK GORIS

is toegetreden tot de directie van het Algemeen Pensioenfonds Aruba (APFA). Hij wordt als Directeur Beleggingen binnen de directie verantwoordelijk voor de beleggingsorganisatie en de internationale en lokale beleggingen. De benoeming is in afwachting van de goedkeuring van de Centrale Bank van Aruba. Goris werkte eerder voor Allen & Overy, ING Wholesale Banking en PGGM.

» ROB DENEKE

is in dienst getreden bij Juno Investment Partners en is verantwoordelijk voor het opzetten en beheren van het Juno Continuation Fund. Deneke begon 24 jaar geleden als analist en portfolio manager van onder andere het Comgest Growth Europe Fund. Later richtte hij met anderen Comgest Benelux op.

» SANDRA HOFLAND

is begonnen als Adviseur bij Montae. Eerder werkte zij voor AGH en voor Interpolis.

» CAROLE CROZAT

is aangesteld als hoofd Thematic Research bij BlackRock Sustainable Investing. Crozat gaat een researchplatform ontwikkelen dat zich specifiek richt op belangrijke thematische inzichten. Ze werkte hiervoor bij Exane en Société Generale.

» JOANNE KELLERMANN

is de nieuwe onafhankelijke bestuursvoorzitter van Pensioenfonds Zorg en Welzijn. Kellermann was van 2007 tot 2014 directielid van DNB. Zij was daar onder andere verantwoordelijk voor het toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars. Daarna was zij een aantal jaar bestuurder bij de Europese Banken Resolutie Autoriteit in Brussel.

» JORRIT ARISSSEN EN EGBERT NIJMEIJER

geven vanaf 1 augustus 2019 leiding aan het real-assetsteam van Kempen Capital Management. Zij volgen Matthijs Storm op, die acht jaar de baas was van het team. Storm wordt Directeur van vastgoedbelegger Wereldhave. Arissen en Nijmeijer werken beiden al bij Kempen.

» DOUGLAS BARKER

is in dienst getreden bij InsingerGilissen als Institutional Sales Director. Barker gaat zich richten op de distributie van de investment capabilities van InsingerGilissen Asset Management, waaronder de beursgenoteerde duurzame indexfondsen. Hiervoor was hij sinds 2013 werkzaam bij Janus Henderson Investors. Barker startte zijn carrière bij ABN Amro MeesPierson, Rabobank en ABN Amro Asset Management.

» ESZTER VITORINO FULEKY

is door Kempen Capital Management N.V. aangenomen als Senior Responsible Investment Advisor. Binnen het Responsible Investment team zal zij zich voornamelijk richten op corporate governance. Zij werkte sinds 2010 voor het Global Reporting Initiative (GRI).

» BAS NIEUWEMEM

is de nieuwe CEO van Aegon Asset Management. Hij is afkomstig van PGIM en werkte eerder voor ING Investment Management en voor Voya IM.

» RENÉ GORIS

werkt sinds kort bij Ortec Finance als Senior Investment/Risk Consultant. Goris werkte daarvoor ruim elf jaar als Senior Investment Consultant bij Willis Towers Watson. Bij Ortec Finance gaat hij aan de slag bij de afdeling investment consulting. Deze afdeling houdt zich bezig met implementatievraagstukken bij pensioenfondsen.

» EDITH SCHIPPERS

wordt voorzitter van het bestuur van Pensioenfonds DSM. Schippers, die minister van Volksgezondheid was, werd eerder dit jaar de baas van DSM Nederland. Ze is de opvolger van Atzo Nicolaï, die ook in het bestuur van het ondernemingspensioen zat.

» MARLIEN BLAAUW

is gestart als Compliance Officer bij Privium Fund Management. Ze werkte hiervoor onder andere bij TKP Investments en PwC.

» ROLAND PECHTOLD

is benoemd als nieuwe voorzitter van de raad van commissarissen van Teslin Capital Management. Pechtold, die tevens algemeen directeur is van zonne-energiebedrijf Groenleven, heeft ruime bestuurlijke ervaring opgedaan bij diverse bedrijven in met name de energiesector. Daarnaast heeft hij brede ervaring als toezichthouder bij zeer uiteenlopende organisaties.

» FLEUR RIETER (FOTO)

treedt op 1 juli toe tot de directie (Executive Committee) van MN, de pensioenuitvoerder van de metaal-, techniek- en maritieme sector in Den Haag. Ze wordt directielid met de portefeuille financiën, risk & compliance (CFRO) en tevens statutair bestuurder in MN's Raad van Bestuur, samen met directievoorzitter Norbert Hoogers. Fleur Rieter is sinds 2013 Directeur Pensioenfondsen van a.s.r.. Eerder was ze bij a.s.r. CFRO van De Amersfoortse, was ze Directeur Finance & Operations bij Legal & General en manager bij PwC.



Foto: Archief MN

Fleur Rieter

FINANCIAL INVESTIGATOR

SAVE THE DATE

Educatieve bijeenkomst: Balans- en Vermogensbeheer bij Verzekeraars

1 oktober 2019, 12.00 – 17.00 uur

Aegon Asset Management, Den Haag

Verzekeraars hebben te maken met een steeds hogere mate van complexiteit van financiële regelgeving en sterke concurrentie op de verzekeringsmarkt. Met alle recente en komende regelgeving is het cruciaal voor organisaties het Balans- en Vermogensbeheer te heroverwegen. Op **dinsdag 1 oktober van 12.00 tot 17.00 uur** zullen diverse experts op dit onderwerp ingaan.

Sprekers zijn onder andere afkomstig van Aegon Asset Management, Aberdeen Standard Investments, Allianz Global Investors, BNY Mellon, Invesco en Schroders.

Deze educatieve bijeenkomst wordt voorgezeten door Pim Poppe, Lead Consultant bij Probability & Partners.

Deze bijeenkomst heeft tot doel om verzekeraars:

- Verdieping te geven
- Praktische handvatten te bieden die meteen kunnen worden gebruikt.

Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor professionals die werkzaam zijn bij een verzekeraar en te maken hebben met Balansbeheer en/of Vermogensbeheer. Meer informatie over het gehele programma volgt begin juli.

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

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl

Kijk voor meer informatie op:

www.financialinvestigator.nl

In samenwerking met:





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

Een heldere blik op vastgoedbeleggingen

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

aberdeenstandard.nl/connections

Kapitaalrisico

Aberdeen Standard
Investments