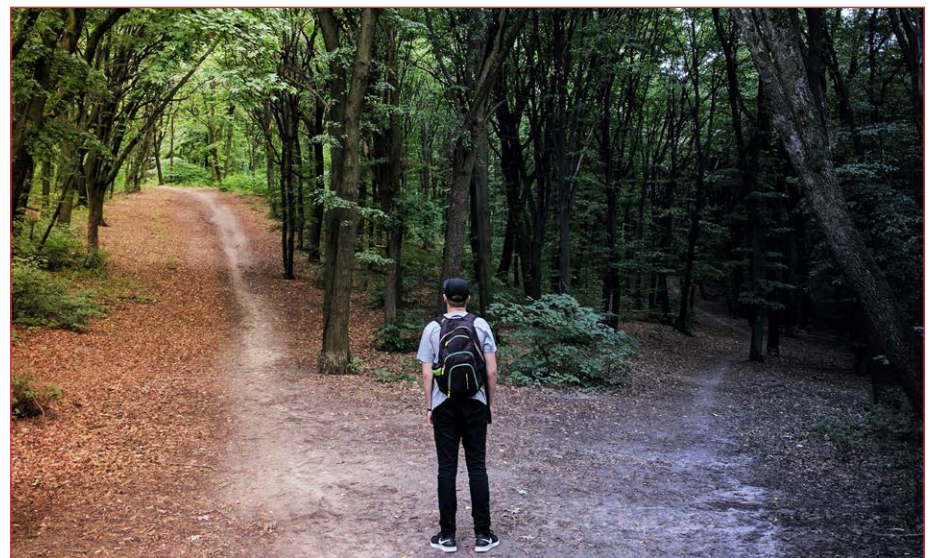


IN DIT NUMMER

- Actuaris neemt rekensommen SZW onder de loep: ‘Zonder solidariteit lukt koopkrachtbehoud gepensioneerden niet’
- Inflatie-risico en energietransitie bezorgen hoofdbrekens
- Pensioentransitie: ‘Bestuur, neem je verantwoordelijkheid’
- Deelnemer BeFrank kiest al beleggingsstijl en risicoprofiel



DE BELEGGENSPORTFEUILLE VAN BEFRANK PPI

Actief, passief of duurzaam – de werkgever die bij BeFrank toetreedt, kiest voor zijn medewerkers een default beleggingsstijl. De individuele deelnemer mag daarvan afwijken en kiest zelf zijn risicoprofiel.

LEES VERDER OP P. 12

■ BELEGGEN

Voor verpakte leningen is het een aantrekkelijk instapmoment

Juist in de huidige macro-omgeving van hoge inflatie en stijgende rentes zijn asset-backed securities interessant, vinden experts. Ze kennen geen renterisico, zijn recessiebestendig en bieden relatief hoge yields.

JEROEN BOOGAARD

Terwijl de meeste obligatiemarkten dit jaar in een bearmarkt zijn beland, blijven asset-backed securities (ABS) opvallend goed liggen. ‘Ons grootste Europese ABS-fonds is een goede afspiegeling van de markt en staat per eind september op een negatief totaalrendement van ongeveer 2,5 procent’, zegt Egbert Bronsema, portefeuillebeheerder van het Europese ABS-team van Aegon AM. Hij schrijft de out-performance ten opzichte van de rest van de obligatiemarkten deels toe aan het feit dat de Europese Centrale Bank minder actief was op de ABS-markt en dat daardoor de spreads minder onder druk hebben gestaan. ‘De ECB heeft slechts 3 procent van de uitstaande asset-backed securities opgekocht. Het besluit om het opkoopprogramma af te bouwen had dan ook veel minder impact op ABS dan op de reguliere obligatiemarkten. De spreads in de Europese ABS-markt zijn sinds de Oekraïne-oorlog tot eind september met circa 130 basispunten uitgelopen. Vanwege het toenemende recessiegevaar zal die stijging vermoedelijk doorzetten; dit zal niet alleen voor ABS gelden maar ook in de bedrijfsobligatiemarkt’, zegt Bronsema.



EGBERT BRONSEMA IS PORTEFEUILLEBEHEERDER VAN HET EUROPESE ABS-TEAM VAN AEGON AM

Met een aandeel van circa 40 procent heeft de Europese ABS-markt een relatief grote blootstelling aan het Verenigd Koninkrijk. De onrust die ontstond na de aankondiging van de Britse begroting zorgde voor een verdere stijging van de risico-opslagen. Toch biedt de Europese ABS-markt nu al veel waarde voor beleggers, vindt Bronsema. ‘ABS heeft een opslag van 150 basispunten boven investment grade bedrijfsobligaties, ruim boven de historische spread van 60 basispunten. Dit terwijl de kredietrisico’s op

asset-backed securities nu lager zijn dan op bedrijfsobligaties. De hoge inflatie zet de winstmarges van bedrijven sterk onder druk en de stijgende rente kan wel eens voor herfinancieringsproblemen gaan zorgen. Overheden repareren de koopkracht van consumenten, maar zijn niet happig om bedrijven te steunen.’

Crisisbestendig

Bronsema voelt zich daarom comfortabel met de grote blootstelling van de ABS-markt aan consumenten-

hypotheek (RMBS), die samen met auto- en studentenleningen ruwweg driekwart van het universum uitmaken. ‘Ondanks de rentestijging blijft de hypotheekrente in historisch perspectief erg laag. Bovendien is de gemiddelde rentevaste periode van hypotheek langer geworden. Bij bedrijven komt de herfinancieringsdruk veel eerder ter sprake. Er zullen ongetwijfeld consumenten in de problemen komen, maar

LEES VERDER OP PAGINA 2 ►

BIO

Aza Teeuwen
ABS portfoliomanager
TwentyFour AM



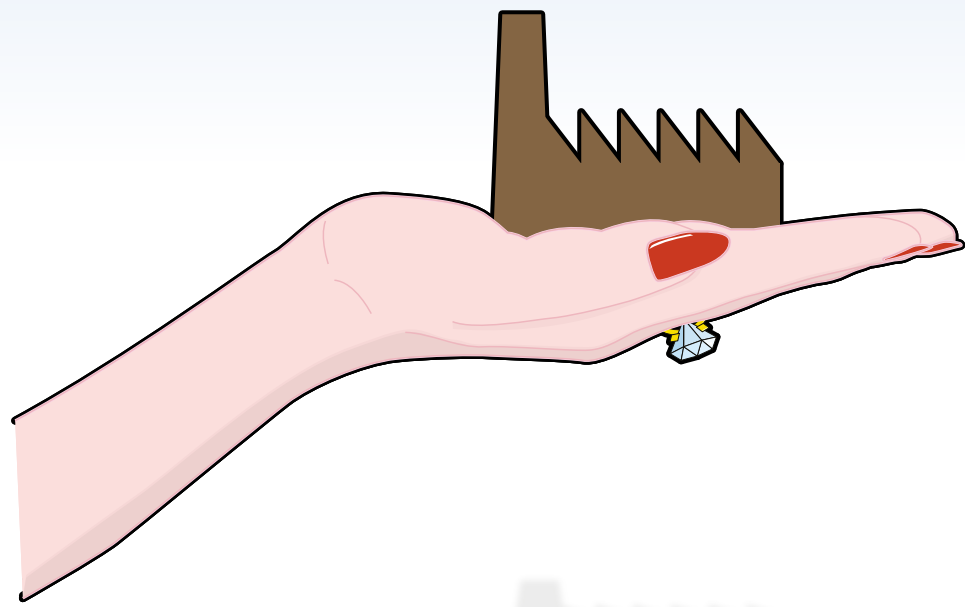
STATE STREET GLOBAL ADVISORS SPDR®

SPY Liquiditeit waar je op kan rekenen

Learn more at ssga.com/etfs

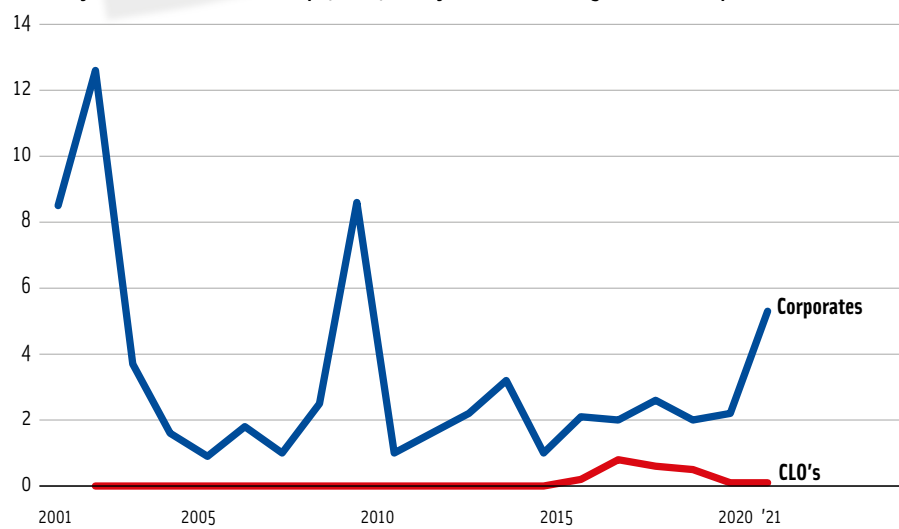
De waarde van onderpand

Rente- en recessieproof, hoge yields



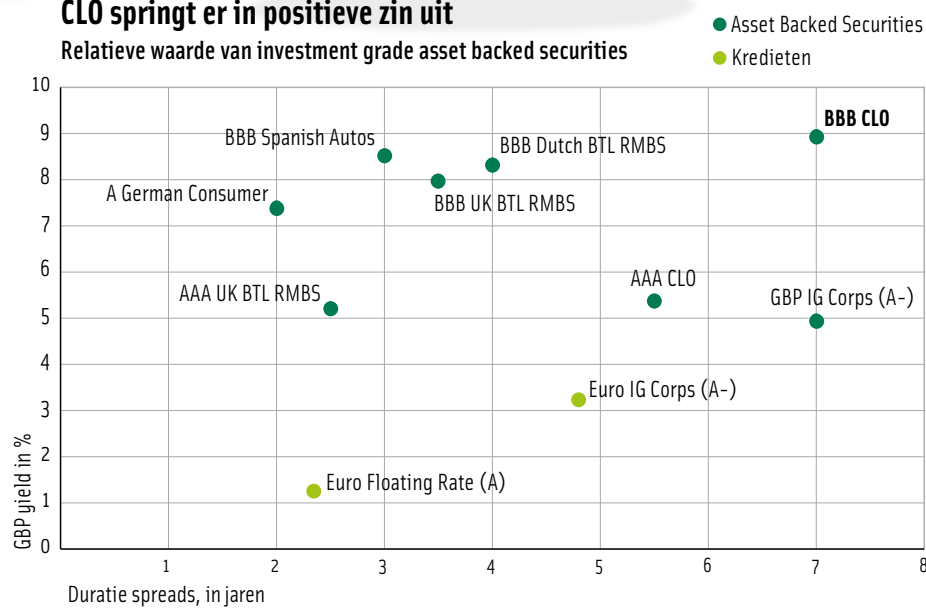
Wanbetaling

Jaarlijkse default rates in Europa, in %, bedrijven versus leningen met onderpand (CLO's)



CLO springt er in positieve zin uit

Relatieve waarde van investment grade asset backed securities



Graphic: Paul Mouwes | Bron: Twentyfour

► VERVOLG VAN PAGINA 1

dit is een kleine groep en zal ons product niet raken. In onze structuur zitten diverse beschermingsmechanismen om verliezen op te kunnen vangen. Ook is de kwaliteit van de onderliggende assets verbeterd door strengere leennormen.'

De markt heeft zich in tijden van crisis bewezen. Uit onderzoek van S&P blijkt dat Amerikaanse ABS-leningen die voor de kredietcrisis waren uitgegeven in de zeven jaar daarna een verlies opleverden van 20 procent, maar dat de Europese ABS-markt slechts 1,6 procent verloor. 'Dat kwam op het conto van commerciële vastgoed-hypotheek, op RMBS waren er geen verliezen', aldus Bronsema.

Mocht er een recessie komen dan verwacht hij ook nu geen grote problemen in de Europese ABS-markt. 'Pas bij een jaarlijks wanbetalingspercentage van 10 procent in de komende zeven jaar duikt onze portefeuille collateralized loan obligations in het rood. Dat zie ik niet gebeuren.'

Beleggers zitten in ABS vanwege de lagere renterisico's en hogere rendementen. Bronsema: 'Ons fonds levert per eind september een effectief rendement op van 5 procent, zo'n 1,5 procent meer dan de yield op Europese investment grade bedrijfsobligaties. De yield beweegt mee met de korte rente, waardoor ABS een mooie hedge is tegen inflatie.'

Stresstest

Matthew Wardle, ABS portfoliomanager bij M&G Investments, ziet ook koopkansen. 'In veel delen van de Europese ABS-markt liggen de spreads op het hoogste

niveau in de afgelopen tien jaar.' De nog altijd onterechte associatie met de slecht presterende Amerikaanse subprime-markt is volgens hem een van de oorzaken van de hoge spreads. 'In tegenstelling tot Amerikaanse ABS waren de verliezen in Europa tijdens de kredietcrisis zeer laag en bleven ze beperkt tot lagere tranches. Hoewel wij in de komende kwartalen vanwege de economische zwakte geen terugkeer naar de spreadniveaus van 2021 verwachten, bieden de huidige waarderungen een aantrekkelijk instapmoment.'

De prestaties van de onderliggende pool van activa in Europese ABS-transacties zullen de komende kwartalen verslechteren, denkt Wardle. 'Maar het is geruststellend dat een eventuele stijging van het aantal wanbetalingen vanuit een zeer laag niveau zal plaatsvinden en dat ABS-beleggers structureel goed beschermd zullen blijven'. Hij ziet waarde over het hele risicospectrum van de Europese ABS-markt. 'Wij vinden vooral AAA-obligaties aantrekkelijk. Die leveren vandaag in veel gevallen boven 4 tot 5 procent op en dat zal verder stijgen als de rente in Europa blijft oplopen', zegt Wardle.

Woningeigenaren ziet hij door de snelle rentestijging niet snel in de problemen komen. 'Veruit de meesten hebben een hypotheek met vaste rente. Bovendien zijn de loan-to-value ratio's over het algemeen veel lager dan voor de kredietcrisis en zijn Europeanen trouw met het betalen van hun hypotheek. Verliezen op RMBS zijn daarom niet te verwachten'. Hij wijst op een interne stresstest waaruit bleek dat AAA Britse RMBS-obligaties bijzonder veerkrachtig

zijn. 'Seniorbeleggers hebben pas verlies op de hoofdsom wanneer meer dan 70 procent van de woningeigenaren hun hypotheek niet betaalt en de huizenprijzen met 40 procent dalen zonder toekomstig herstel.'

Volledige rentehedge

Aza Teeuwen, portfoliomanager in het ABS-team van TwentyFour AM, komt tot een vergelijkbare conclusie. 'Pas bij een waardedaling op de Britse woningmarkt van meer dan 40 procent en een werkloosheid van ver boven historische

onderpand maar ook andere assets zoals auto's of juwelen en de inkomsten van de huiseigenaar. Er is veel geleerd van de kredietcrisis en banken zullen er ook alles aan doen om huiseigenaren te helpen als ze in de problemen komen.'

Vooral dankzij de variabele coupons houdt de Europese ABS-markt de schade tot nu toe beperkt, zegt Teeuwen. 'Investment grade ABS verliest sinds januari bijna 4 procent en high yield zo'n 7 tot 9 procent. De laatste weken zagen we veel verkoopdruk doordat Britse pensioenfondsen liquiditeit nodig

‘De laatste weken zagen we veel verkoopdruk doordat Britse pensioenfondsen liquiditeit nodig hadden,’

pieken, zullen er op Britse RMBS met een BBB-rating verliezen ontstaan, laat staan op AAA-papier. De kans op een dergelijk scenario is klein. Juist in deze omgeving waarin de koopkracht van consumenten onder druk staat en een recessie onvermijdelijk lijkt, geven wij de voorkeur aan senior secured credit en in het bijzonder hypotheek. Mensen willen ten koste van alles voorkomen dat ze op straat komen te staan en betalen als eerste hun hypotheek. Anders dan in de VS is in Europa niet alleen de woning het

hadden. De spreads zijn dichtbij de piek en voor vermogensbeheerders wordt ABS nu interessant. Het voordeel van de stijgende rente begint namelijk nu pas door te werken in de coupons van ABS, die gekoppeld zijn aan de geldmarkttarieven. Gezien de hoge inflatie is de kans groot dat centrale banken de beleidsrente verder moeten optrekken. Dat zullen we terugzien in een veel hogere driemaands euribor-rente en dus in hogere coupons voor veel asset-backed securities. Met ABS heb je een volledige rentehedge.' ■

BIO

Matthew Wardle
ABS portfoliomanager
M&G Investments



Marketing material

This material is for distribution to professional investors only. It is not intended for distribution to any person or entity who is a citizen or resident of any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, or use would be contrary to law or regulation. Any investment incurs risks, including the risk of capital loss. Information and data presented in this document are not to be considered as an offer or solicitation to buy, sell or subscribe to any securities or financial instruments or services.

Three decades of diligence. Our approach to private assets.



For more information on our Alternative investing capabilities, please scan QR code or visit assetmanagement.pictet

 **PICTET**
Asset Management

Building Responsible Partnerships



THIJS KNAAP IS
CHIEF ECONOMIST
BIJ APG

RISICOMANAGEMENT

Inflatierisico en energietransitie bezorgen beleggers heel wat hoofdbrekens

De inflatie is centrale banken in korte tijd door de vingers geglipt. Institutionele beleggers worstelen met de vraag wat het effect op lange termijn zal zijn.

ANTON REIJINGA

De torenhoge inflatie is een probleem voor pensioenfondsen. Het holt de koopkracht van pensioenen uit. De discussie rond dekkingsgraden draait al langer om de vraag of pensioenen geïndexeerd kunnen worden met inflatie. Nu de inflatie is opgelopen tot recordhoogtes, dient ook de vraag zich aan of het beleggingsbeleid moet worden aangepast.

De inflatie in de eurozone volgens Eurostat is in september gestegen tot boven de 10 procent. Grote boosdoener zijn de energieprijzen. De energiekosten worden weer doorberekend in prijzen van andere goederen en diensten. De transitie naar duurzame energiebronnen krijgt een impuls, maar vergt grote investeringen die prijzen verder opdrijven. Dit voedt weer de roep om hogere lonen en prijscompensatie.

Centrale banken reageren met een serie renteverhogingen. Die hebben de pensioenbeleggingen hard geraakt. Hogere kapitaalmarktrente weerspiegelt zich in lagere obligatiekoersen. Ook koersen van aandelen, in theorie de verdisconteerde winst voor aandeelhouders, reageren negatief. De hogere rente zet een rem op de economische groei, wat de winstvooruitzichten en schuldhoudbaarheid aantast.

Tot voor kort was het de lage rente die risicomanagers de meeste zorgen baarde. Zij dekten hun fondsen in tegen rentedaling. De recente stijging kost

ze handenvol geld. Soms zoveel dat het noopt tot geforceerde verkoop van beleggingen, vaak in onderpand gegeven staatsobligaties. Dit kan leiden tot een zelfversterkend effect, zoals Britse fondsen in september ondervonden.

Voor veel pensioenbeleggers kwam het huidige inflatiescenario als een schok. 'In 2019 zag de toekomst er nog heel anders uit', zegt Thijs Knaap, chief economist van APG. 'In een simulatie van toen gingen we met 99 procent waarschijnlijkheid uit van een inflatie onder de 7,5 procent. Nu zitten we daar dus ruim boven.'

Lange termijn

Economen vragen zich af in hoeverre de vooruitzichten op lange termijn gewijzigd zijn. Wat gebeurt er nu centrale banken – na meer dan tien jaar proberen inflatie aan te jagen – overstag gaan en inflatie proberen te beteugelen? En wat zijn de blijvende gevolgen van de dubbele dreun die de coronapandemie en energiecrisis hebben toegediend?

Al vóór de Russische inval in Oekraïne begon de inflatie op te lopen. Centrale banken hanteerden toen nog het standpunt dat dit een tijdelijk fenomeen was en te maken had met onderbrekingen in de aanvoerketen. China strompelde van lockdown naar lockdown, terwijl de economie in andere delen van de wereld juist van het slot ging.

Met de kettingreactie die de explosie van de gasprijzen in gang zette, schoven centrale banken van verruimend naar verkrappend monetair beleid. Knaap wijst erop dat centrale banken zelf verwachten dat de inflatie hiermee komende jaren geleidelijk zal terugvallen richting de doelstelling van 2 procent. Ook financiële markten gaan hier vooralsnog van uit.

Ondanks de recente daling van de gasprijzen, ziet de APG-econoom evenwel dat de kans op een *business as usual* inflatiescenario danig is geslonken. Alternatieve uitkomsten, zoals het scenario dat hij *climate pit* noemt, worden daarmee belangrijker. In dit scenario gaan kosten voor klimaat schade gepaard met hoge investeringen in alternatieve energie, wat een opwaartse druk op het prijspeil veroorzaakt.

‘Eigenlijk is het onmogelijk je volledig in te dekken tegen inflatie’

Ondertussen neemt ook het drukkend effect op inflatie van de demografische ontwikkeling af. Zorgde vergrijzing eerder voor spaaroverschotten, nu meer mensen de pensioengerechtigde leeftijd bereiken, gaan ze uitgeven. Pensioenfondsen komen in de uitkeringsfase. 'Volgens mij draagt ook dit bij aan inflatie', aldus Knaap.

Indexatiecomponent

Dekkingsgraden zijn de verhouding tussen bezittingen en verplichtingen van pensioenfondsen. Met de gestegen rente daalt ook de waarde van verplichtingen

en zijn de dekkingsgraden per saldo gestegen. Maar al zijn ze uit de gevarenzone en mogen veel fondsen indexeren, het is vaak niet voldoende om de inflatie helemaal te compenseren.

De markt voor beleggingen met een indexatiecomponent, zoals inflation linked bonds, is relatief klein in Europa. 'Eigenlijk is het onmogelijk je volledig in te dekken tegen inflatie', zegt Arjen Pasma, chief fiduciary investments bij PGGM. 'De beste hedge is om voldoende absoluut rendement te maken.'

Hierbij moet gedacht worden aan private of niet-genoteerde beleggingen, zoals direct vastgoed, private equity of infra-projecten. Dit zijn de categorieën waarvan het rendement dit jaar tot nu toe nog gunstig afsteekt. Deels is dat te verklaren uit een na-ijleffect, omdat er geen actuele koersen voorhanden zijn.

Diversificatie is volgens de PGGM-manager vooralsnog de beste strategie. Hij ziet aandelen op lange termijn nog steeds als middel tegen geleidelijke inflatie, omdat bedrijven hun prijzen kunnen verhogen. Bij vastgoed geldt dit ook voor de huren.

Een tijdelijk hogere allocatie naar private assets lijkt gerechtvaardigd. Maar of pensioenbesturen de strategische mix moeten wijzigen, is volgens APG's Knaap nog niet gezegd. 'Zolang de verwachte rendementen van de categorieën op lange termijn gelijk blijven, zie ik geen grote verandering.' 'Je moet altijd voorzichtig zijn met roepen dat alles ineens anders is', vult PGGM's Pasma aan. Wel moeten pensioenbeleggers volgens hem alert zijn op liquiditeits-, tegenpartij- en prijsrisico. Anticiperend op stresssituaties, zou geoeftend kunnen worden. 'Wat dit betreft kunnen we leren van het leger en rampenbestrijding.' ■

BIO

Arjen Pasma
Chief fiduciary
investments,
PGGM



■ PENSIOENCOMMUNICATIE

‘Dat gebibber over hoe onzeker het wordt, dat is een misverstand’

Econoom en hoogleraar Pensioenmarkten Fieke van der Lecq stond als kroonlid van de SER aan de wieg van het nieuwe pensioenstelsel. Ze adviseert de interne toezichthouders van diverse pensioenfondsen, waaronder die van ABP, en is voorstander van aanpakken in plaats van afwachten.

ANJA CORBIJN

De nieuwe pensioenwet ligt bij de Tweede en straks bij de Eerste Kamer. Er is al uitstel, dreigt er afstel? ‘Dat denk ik niet, het oude stelsel heeft geen toekomst. Vooral de afschaffing van de doorsneesystematiek wordt als een grote verbetering gezien. Daar hebben de sociale partners zich bij het pensioenakkoord achter geschaard. Het wetgevingstraject is ook met hen vormgegeven, fondsen en uitvoeringsorganisaties zijn al volop bezig met de voorbereidingen. De behoefte aan duidelijkheid bij de Kamer is groot, maar de behoefte aan het anders verdelen van de gelden ook. Je kunt van tevoren niet alles overzien, maar op een gegeven moment moet je toch die sloot over springen als je besloten hebt dat je naar de overkant wilt. De Tweede Kamer is duidelijk nog niet zo ver en eerlijk gezegd vraag ik me af waarom. Je kunt toch gebruik maken van de inzichten die je al jarenlang worden aangereikt door deskundigen?’

Het beleggingsrisico ligt in het nieuwe stelsel straks bij de deelnemer. Wordt daar voldoende rekening mee gehouden? ‘Die verschuiving van het beleggingsrisico naar de deelnemer is feitelijk al ingezet bij de overgang van DB naar CDC. Nu gaan we een stap verder met twee premiereregelingen. Daar is veel bezorgdheid over, maar het verbaast mij steeds dat er zo weinig onderscheid wordt gemaakt tussen de twee soorten regelingen. Bij de flexibele premieregelingen is het beleggingsrisico een factor, net als bij de huidige DC-regelingen. Maar bij de solidaire regeling wordt

geen individueel risicoprofiel gekozen. En aangezien de grootste pensioenfondsen, met de bulk van de deelnemers, waarschijnlijk kiezen voor de solidaire regeling, is het niet alsof heel pensioenland ineens individuele keuzes moet gaan maken. Het element wordt zwaar aangezet, te zwaar wat mij betreft. De fondsen die wel gaan voor de flexibele regeling moeten inderdaad kijken naar

“Mensen begrijpen de uitruil tussen risico en rendement niet,”

wat er nodig is. Wat doe je bijvoorbeeld voor de mensen die geen keuze maken voor een risicoprofiel? Richt daar de energie op.’

Je vindt niet dat de pensioensector de communicatie straks gezamenlijk aan moet pakken.

‘Het zou jammer zijn als fondsen daar op gaan wachten, in plaats van aan de slag te gaan. Het is een angstreflex: als we elkaars handje vasthouden, gebeurt er niets. Ik zou zeggen: ga iets doen en met een beetje mazzel sluiten anderen zich aan. Wacht niet op iets gezamenlijks uit angst om het verkeerd te doen. Dat is



FIEKE VAN DER LECQ IS
HOGLERAAR PENSIOENMARKTEN
AAN DE VRIJE UNIVERSITEIT
FOTO JOKE SCHUT

STATE STREET GLOBAL ADVISORS SPDR®

Liquiditeit waar je op kan rekenen

SPY Ontwikkeld door State Street SPDR ETF's

Learn more at **ssga.com/etfs**

Capital at risk. Marketing Communication.

© 2022 State Street Corporation. All rights reserved. 1240600-5046893.11.EMEA.INST 1022 Exp. Date: 30/11/2023

misschien mijn achtergrond vanuit de mededingingsautoriteit. Daag elkaar uit met goede voorbeelden, dat houdt scherp.’

Denk je dat pensioenfondsen de communicatie te licht opvatten of zijn ze er al serieus mee bezig?

‘Het regent bijeenkomsten over keuzebegeleiding, risicoprofielen. De fondsen zijn druk bezig met het invullen van de lifecycles en de keuzes die mensen daarin maken. Een heel fundamenteel probleem is dat veel mensen de uitruil tussen risico en rendement niet begrijpen. En als je die niet begrijpt, dan kan je eigenlijk wel inpakken met de rest van het verhaal. Dus je moet als fonds echt bij het begin beginnen. De kennis over hoe je dat het beste kunt aanpakken is er, bijvoorbeeld bij Netspar. Waar ik op aansla is de reflex: wij doen niets tot de sector iets gaat doen. Dat vind ik kwalijk. Je moet als bestuur je verantwoordelijkheid nemen: aan de slag.’

Hoe moeten deelnemers beslissen over zaken als risicoprofiel; is het grote publiek wel opgewassen tegen het maken van beleggingskeuzes?

‘Daar kun je op meerdere manieren naar kijken. Fondsen kennen hun achterban en hebben ervaring met het verstrekken van informatie op het goede niveau. Neem het Pensioenfonds Werk en (Re)integratie PWRI, die hanteert een heel specifieke communicatie; het is indrukwekkend hoe helder zij alles

uitleggen. Mijn vrees is dat fondsen die worstelen met de uitlegbaarheid, dit als argument zullen gebruiken om te zeggen: “Laat alles maar bij het oude”, terwijl helemaal niet duidelijk is dat dat tot een beter pensioen leidt. Wie zegt dat het huidige stelsel zo uitlegbaar is? Het grootste misverstand is dat pensioen onzekerder wordt. Pensioen gaat meer fluctueren, maar wordt in zijn geheel niet onzekerder want er wordt niet meer afgestempeld. Dat risico is weg. In ruil krijg je jaarlijkse fluctuaties die corresponderen met de financiële markten. Daar moeten mensen aan wennen en daar moet je ze bij helpen. En dan is de vraag: wat kunnen deelnemers zelf doen; wat is het handelingsperspectief? De AFM komt binnenkort met richtlijnen. Maar dat gebibber over hoe onzeker het wordt, dat is een misverstand.’

Moeten fiduciair managers en beleggingscommissies op een andere manier leren praten over hun vak?

‘Dat hangt van fondsbesturen af, zij zijn het aanspreekpunt voor de deelnemers. De keten moet het met elkaar uitvinden. De onderlinge afhankelijkheid wordt sowieso groter. Laatst wees een onderzoek uit dat er straks achttien administratieve mutaties, per deelnemer, per maand, komen. Daarom is het goed dat de sector nu al warmloopt. Er zijn goede argumenten te bedenken om samen te werken, mits die niet als excuus worden gebruikt om te vertragen of te kiezen voor de grijze middenmoot.’ ■

PENSIOENTRANSITIE

De rekensommen van SZW onder de loep: koopkrachtbehoud voor gepensioneerden

Met het nieuwe pensioenstelsel willen kabinet en sociale partners twee ambities verwezenlijken: koopkrachtbehoud en meer transparantie voor deelnemers. Volgens actuaris Henk Bets is koopkrachtbehoud in het nieuwe stelsel, onder de huidige bepalingen, niet gewaarborgd. Maar Bets heeft een voorstel.

CEES VAN LOTRINGEN

Henk Bets dwong pensioenminister Carola Schouten tot een knieval. De actuaris las deze zomer de onderbouwing en de conclusies van de regering over het pensioenakkoord, die stelde dat huidige en toekomstige gepensioneerden van een ‘koopkrachtig pensioen’ kunnen genieten. Volgens het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) zou bij een inflatie van 2 procent de koopkracht stijgen en alleen dalen bij 4 of 6 procent geldontwaarding. Maar ‘een langdurige inflatie van 4 of 6 procent is, gegeven de Europese inflatiedoelstelling van 2 procent, uitzonderlijk en niet te verwachten’, aldus SZW. Met andere woorden, de koopkracht lijkt over de hele cyclus vrijwel gegarandeerd.

Bets had gelijk zijn twijfels bij de tabel van SZW. Uitgaande van de beleggingsmix in obligaties en aandelen werd naar positieve rendementen toegerekend. Ten onrechte, stelt Bets in zijn analyse: ‘Om de uitkering waar te kunnen maken heb je minimaal het projectierendement te behalen (feitelijk de nieuwe rekenrente - red.) Je mag dat projectierendement dan niet nog een keer meenemen met de stijging van de uitkering.’

Hij kwam met zijn rekensommen tot een andere tabel. Na lang aandringen erkende het ministerie na het zomerreces dat er een fout was gemaakt en paste het de tabel aan. Reden voor IO | Institutioneel om Bets op te zoeken. De directeur van actuarieel adviesbureau Confident BV, die kantoor houdt in de slagschaduw van enkele windmolens, gaf antwoord op onderstaande vragen.

Het kabinet zegt dat het met een nieuw pensioenstelsel koopkrachtig wil zijn; hoe kan een ministerie waar zoveel mensen werken dan zo’n foute tabel opleveren? ‘Een terechte vraag, die ik mij ook heb gesteld. Ze vertelden me dat het door de vakantieperiode kwam – dat ze onzorgvuldig waren en er niet goed naar hebben gekeken. Ik kan me ook voorstellen dat ze zo blij waren met de uitkomst, dat ze er niet meer over nagedacht hebben en het hebben afgekaart. Niet bewust, denk ik. Dat zou kwalijk zijn.’

Tegen de achtergrond van de toeslagenaffaire en de aardbevingen in Groningen zijn er veel mensen die de overheid niet vertrouwen. Dan heb je de schijn wel tegen. ‘Ja, dat kun je zo denken. Van de andere kant is de fout niet van een dusdanig niveau dat je denkt: er zit een goed doortimmerd plan achter. Ik had voor twee pensioenfondsen doorgekeken wat het pensioenakkoord voor hen betekende en daar kwam geen koopkrachtbehoud uit. Vervolgens kwam SZW met deze tabel en ik dacht: “Heb ik het bij het verkeerde eind? Waar zit ik eraan?” Toen ben ik gaan rekenen en ontdekte de gemaakte fout in de tabel.’

Welke stappen heb je toen ondernomen? ‘Ik heb contact gezocht met SZW en gezegd: volgens mij hebben jullie een fout gemaakt... of zijn jullie uitgegaan van 0 procent projectierendement? Hun reactie was dat ze geen fout hadden gemaakt, “want je hoeft het projectierendement er niet vanaf te trekken”. Toen dacht ik: oké, jullie hebben dus wél een fout gemaakt. Ik ben bij andere experts gaan informeren en kreeg van vijf contacten te horen dat ik gelijk had. Ik

schreef SZW nogmaals, maar er werd niet gereageerd. Het gevolg was dat ik mijn analyse op de website zette en die deelde met een aantal Kamerleden. Martin van Rooyen (50Plus) pakte het op. Hij werd afgewimpeld, waarna vervolgvragen zijn gesteld. Minister Schouten reageerde dat de tabel wellicht niet handig was, maar dat het niet verboden is om het projectierendement niet mee

te rekenen. Voor de meeste fondsen is dat echter onhaalbaar en zou dat tot verlaging van pensioenen leiden. Daarop is de nieuwe tabel gepubliceerd, die strookt met mijn berekeningen.’

In het pensioenakkoord zijn koopkracht en transparantie de twee pijlers die men tracht te verwezenlijken. Ten aanzien van koopkracht: welke definitie wordt gehanteerd?

‘Het behouden van koopkracht betekent het bijhouden van de inflatie. Voor de langere termijn ga je dan uit van een gemiddelde verhoging van 2 procent per jaar, waar de ECB van spreekt. Als je het zo inricht, mag je het koopkrachtig noemen.’

En je twijfelt of dat realistisch is met dit wetsvoorstel? ‘Dat is te vriendelijk geformuleerd; ik denk dat het niet



‘GEEN GOED DOORTIMMERD PLAN’

ONDERBOUWING VAN DE REGERING				
Beleggingsmix uitkeringsfase (obligaties/aandelen)	Verwachte jaarlijkse nominale stijging pensioenuitkering	Verwachte jaarlijkse reële ontwikkeling pensioenuitkering		
50/50	3,55%	2% inflatie 1,55%	4% inflatie -0,45%	6% inflatie -2,45%
60/40	3,14%	1,14%	-0,86%	-2,86%
70/30	2,73%	0,73%	-1,27%	-3,27%
ONDERBOUWING HENK BETS				
50/50	2,05%	0,05%	-1,95%	-3,95%
60/40	1,64%	-0,36%	-2,36%	-4,36%
70/30	1,23%	-0,77%	-2,77%	-4,77%

BIO
Henk Bets
Directeur
Confident BV

‘Zonder solidariteit lukt niet’



UIT REKENSOMMEN BLEEK DAT
DE KOOPKRACHTCIJFERS VAN SZW
TE HOOG WAREN VASTGESTELD
FOTO JOSHUA HOEHNE

behaald kan worden. Het blijkt noch uit de berekeningen die ik voor de twee pensioenfondsen maakte, noch uit de gecorrigeerde tabel van SZW of andere berekeningen die ik heb gedaan.

Waarom levert dat geen storm van verontwaardiging op?
‘Dat is inderdaad verbazingwekkend. De minister stelt: “We willen een *eerder* perspectief bieden op een koopkrachtig pensioen.” Zij zegt niet: “Wij bieden een koopkrachtig pensioen.” De meeste mensen hebben dat niet door. In het nieuwe stelsel is bovendien sprake van een lagere buffereis.

‘Dat *eerder* waar de minister van spreekt, is alleen waar te maken als je redeneert vanuit het perspectief van een lage dekkingsgraad. Zo mag je nu pas indexeren boven de 110 procent, in het nieuwe stelsel kan dat al boven de 101 procent. Je zou dus eerder kunnen indexeren, ware het niet dat de meeste dekkingsgraden momenteel boven de 110 zitten – dan is van eerder al geen sprake meer. Daarnaast geldt dat in het oude stelsel iedereen dezelfde verhoging (of korting) kreeg. In het nieuwe stelsel krijgt elk cohort zijn eigen rendement. Dus het kan zijn dat het fonds 10 procent maakt,

maar dat het niet wil zeggen dat 10 procent dan naar de gepensioneerde gaat. Vanwege de generationele verdeling is dat wellicht maar 3 procent. Dat maakt indexatie heel moeilijk.’

Met andere woorden: zonder solidariteit lukt het niet.
‘Inderdaad. Of je moet gepensioneerd een risico laten lopen dat hoger is dan wat wij op dit

Maar wat zijn dan de hindernissen om meer met de solidariteitsreserve te doen?
‘Jongeren hebben algemeen voordeel van wat extra risico; zo kunnen ze een stukje meer rendement maken. Mijn voorstel is om voor gepensioneerde meer in zakelijke waarden te beleggen, tot grofweg 50 procent, wat voldoende moet opleveren voor een jaarlijkse verhoging van

‘Mijn voorstel is solidair en leidt niet tot een ex ante herverdeling van middelen,’

moment verantwoord vinden. Dan moet je wel aanzienlijk meer in zakelijke waarden beleggen. Nu is dat niet meer dan 35 procent, wat als een natuurlijk maximum wordt gezien. Maar om die koopkracht-doelstelling te behalen, heb je eerder richting de 50 procent nodig. En dat past niet bij de risicobereidheid van de deelnemers.’

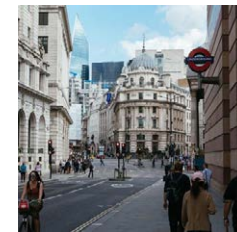
2 procent. Maken gepensioneerden meer of minder, dan is het voor- respectievelijk nadeel voor de jongeren. Per saldo hebben die dan voordeel. In het wetsvoorstel staat dat de solidariteitsreserve niet mag leiden tot een ex ante herverdeling van middelen. Daar gaat het in dit geval niet om. Je weet immers op voorhand niet wie het voor- of nadeel geniet.’ ■

Het beste **Van onze website** www.investmentofficer.nl/institutioneel



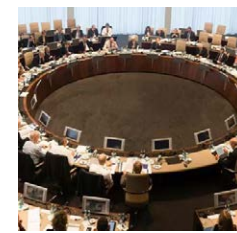
‘RISICO DAT HET DRINGEN WORDT BIJ DE ACHTBAAN’

Niets staat hoger op de prioriteitenlijst van Achmea IM dan de voorbereiding op het nieuwe pensioenstelsel. ‘Het is de grootste verbouwing sinds de introductie van het stelsel. Er is een serieus risico op filevorming en dat men dan gaat dringen om als eerste in het wagentje van de achtbaan te kunnen gaan zitten.’ Dat zegt Achmea IM CEO Jacob de Wit. ‘Als de wetgeving rond is, komt het aan op de implementatie. Dan moet je op een vastgesteld moment als pensioenfonds overstappen naar een nieuwe regeling. Wij bereiden ons daar al lang op voor. De aard van het stelsel, met leeftijdscohorten, lifecycles en individuele opbouw van vermogen, maakt dat de samenwerking in de keten zelfs nog intensiever wordt.’



BRITSE PENSIOENFONDSEN RENNEN GILLENDE DE MARKT UIT

De schrik zit Britse pensioenfondsen stevig in de benen. Zij hebben massaal activa van de hand gedaan om uit te wijken naar cash. De crisis werd veroorzaakt door het plan van de regering om de in het slop geraakte economie te ondersteunen. Ondanks kritische vragen bleef het ministerie het antwoord schuldig naar de financiële onderbouwing. Daarop daalden in waarde en bereikte het pond een historisch dieptepunt. Asset managers riepen de pensioenfondsen op tot een margin call, wat een groot deel van de ruim 5000 Britse regelingen in grote problemen bracht. Om een solvabiliteitscrisis te voorkomen, verkochten pensioenfondsen activa, waaronder staatsobligaties. Hierdoor daalden de prijzen.



WAAROM VASTRENTENDE MARKT OP HAAR GRONDVESTEN SCHUDDT

Financiële markten zijn hard wakker geschud door een ongekennde inflatieschok en een late diametrale koerswijziging van centrale banken. Obligatiemarkten zijn geschrokken en rentes in de hele westerse wereld schoten omhoog. Wat is er aan de hand in de obligatiemarkt? Volgens inflatie- en rentespecialist Sandor Steverink is het systeem verslaafd geraakt aan monetaire stimulering – de eurozone voorop. Beperkten Duisenberg en Trichet zich nog tot de korte beleidsrente, Draghi en Lagarde gingen volledig los op de kapitaalmarkt: geen instrument werd onbenut gelaten. Het behoud van koopkracht is maatschappelijk te belangrijk om aan het kortetermijndenken van politici over te laten, was ooit de gedachte maar dat beginsel lijkt losgelaten – met alle gevolgen van dien.



VAN LANSCHOT KEMPEN WINT NIEUWE KLANT: BPF SCHILDERS

Kempen Capital Management heeft het volledige fiduciair mandaat van BPF Schilders overgenomen van PGGM. Het pensioenfonds kwam onder begeleiding van Montae & Partners tot zijn keuze. BPF Schilders (AUM €8 mrd) verzorgt het pensioen van ruim 10.000 werknemers en ondernemers in de sector schilders-, afwerkings- en glaszetbedrijf. PGGM, in-house fiduciair manager en vermogensbeheerder van pensioenfonds PFZW, liet dit voorjaar aan externe klanten weten dat zij vergelijkbare dienstverlening voor derden wil stoppen. Het ging daarbij onder meer om de pensioenfondsen van de schilders, Smurfit Kappa en de huisartsen. Van de externe klanten van PGGM was BPF Schilders de grootste.



WANKELLENDE HUIZENMARKT

Stijgende rente drijft hypotheekbetalers en de huizenmarkt in een hoek. De ECB en het IMF uiten hun zorgen. ‘Neerwaartse druk op de huizenprijzen leidt tot cyclische risico’s’, waarschuwt de ECB. ‘Krediet-gedreven vastgoedbooms kunnen leiden tot risico’s voor de financiële stabiliteit, vanwege de belangrijke directe en indirecte banden tussen vastgoedmarkten, de economie en het financiële stelsel.’ De betaalbaarheid van residentieel vastgoed in westerse economieën staat onder druk door stijgende hypotheekrentes. Volgens risicoanalisten dreigt een ophoping van cyclische risico’s, mede door ‘een sterke groei van de huizenprijzen en hypotheekleningen’. In Europa staat voor ruim €8100 mrd aan woninghypotheken uit, het grootste volume ooit.

66

■ OPINIE

De kwaliteit van impact of de impact van kwaliteit?

Jan Bertus Molenkamp is medeoprichter van Impact Orange Partners, advies en beheer in impactbeleggen



Een van de mooiste termen uit de impactwereld is voor mij de ‘Theory of Change’. In onze wereld lijkt het vooral om data te gaan, de KPI’s waarmee we inzicht denken te geven. De kernvraag is echter hoe die getallen iets zeggen over de impact die we (willen) bereiken. Een *theory of change* koppelt activiteiten via causale verbanden aan de impact doelen en levert inzicht. Een pleidooi voor kwaliteit.

Als student werd ik enorm geboeid door het boek ‘Zen en de kunst van het motoronderhoud’ van Robert M. Pirsig. Het ging over een man die zich probeerde te verhouden tot zijn zoon door een motorreis met hem te maken door de Verenigde Staten. Ondertussen was hij bezig na te denken over het begrip ‘kwaliteit’ tijdens het onder-

inhoudelijke inzichten. Een voorbeeld hiervan zijn de statistieken bij het stemmen (‘voting’) op aandeelhoudersvergaderingen. We proberen zicht te krijgen op de activiteit en de effectiviteit van het stemmen. Het aantal keren dat voor of tegen het management wordt gestemd, wordt vaak centraal gesteld. Waar het echt om gaat, is of we hiermee positieve invloed uitoefenen. Dit is duidelijk lastiger in beeld te brengen.

Terug naar de impact casus. Hier komt de mooie *theory of change* om de hoek kijken. In het kort: hoe en waarom zal de gewenste verandering gebeuren? Welke tussenuitkomsten zijn nodig om de doelen te bereiken? Leiden onze activiteiten tot deze tussenuitkomsten of is er een causaal verband te leggen? Door in te gaan op deze vragen kunnen de logica van de initiatieven en de impact-uitkomsten helderder worden. Dit helpt zowel bij het vaststellen van de plausibiliteit, de mogelijke metingen die hierbij helpen, als bij de communicatie van de impact met stakeholders. De boodschap is eenvoudig. Impact, zeker van nieuwe initiatieven, is vaak niet zo makkelijk te vangen in een paar getallen, ondanks dat op voorhand de impact wel duidelijk is. Een *theory of change* helpt om de logica van de invloed van de activiteiten op de gewenste impact duidelijk te maken. Dit bevordert het inzicht in de mogelijke impact enorm en dus de kwaliteit. En ja, daarna is het ook verstandig om het weer zoveel mogelijk meetbaar te maken; maar wel in die volgorde!

houd van zijn motor. Dit leverde natuurlijk mooie voorbeelden van analogieën tussen de wijze van motoronderhoud en het begrip kwaliteit. Het werd een lange, filosofische, zoektocht op beide vlakken inclusief de nodige crises. De crux is dat het begrip kwaliteit niet zo gemakkelijk te vangen is in concepten die meetbaar zijn, terwijl je kwaliteit wel gemakkelijk kunt waarnemen.

Deze gedachte overviel me toen we bezig waren met de analyse van een impactproduct. Het was duidelijk waarneembaar dat het product een positieve impact had. Het was echter moeilijker om deze positieve impact te vertalen naar kengetallen en SDG’s omdat het niet binnen de lijntjes paste. Tja, en zonder impactgetallen gaan we als financiële sector natuurlijk niet investeren. Verantwoorde beleggingen moet je kunnen verantwoorden! *What gets measured, gets managed.* Maar we schieten hier af en toe in door. Alleen getallen levert te weinig

99

■ COLUMN

Drie valkuilen voor koolstofreductie en hoe ze te vermijden

Beleggers besteden steeds meer aandacht aan de vermindering van de koolstofintensiteit van hun aandelenportefeuilles. Een al te simplistische benadering van koolstofreductie kan echter problematische gevolgen hebben. Drie valkuilen spelen hierbij een rol.

1: Een beperkter universum van strategieën

Het universum van koolstofarme aandelenstrategieën is beperkt. Zelfs voor grote beleggers met een gesepareerd mandaat zijn niet alle aandelenbeheerders bereid om hun gewogen gemiddelde koolstofintensiteit (WACI) op maat te verlagen.

De interactie tussen koolstofintensiteit en ‘stijl’ is het overwegen waard. Wereldwijde aandelenstrategieën met een *quality of quality growth* stijl hebben een gemiddelde WACI die ongeveer 70 procent lager ligt dan de

2: Suboptimale of onbedoelde beleggingsresultaten

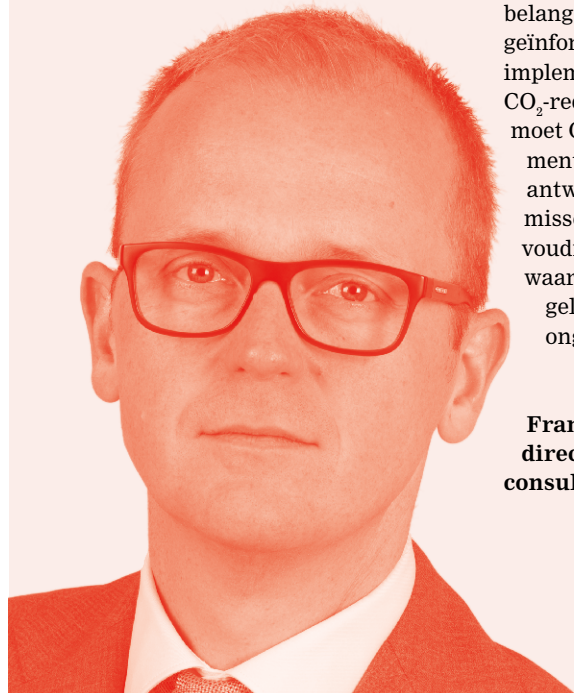
Een strikte doelstelling kan een beheerder er in theorie van weerhouden zijn strategie naar wens uit te voeren. Het kan de concentratie verhogen of *high conviction* beleggingen uitsluiten. De prestatieverschillen kunnen op bepaalde momenten positief en op andere momenten negatief zijn: het verwijderen van de ‘ergste overtreders’ (zoals bedrijven die fossiele brandstoffen gebruiken) zou in de eerste helft van 2022 nadelig zijn geweest, maar in het eerste kwartaal van 2020 gunstig. Beleggers moeten ook rekening houden met de enorme impact die de opname van Scope 3-emissies op het beeld zal hebben. Als we kijken naar WACI-cijfers die louter gebaseerd zijn op Scope 1- en 2-gegevens, lijken IT en financiële diensten relatief goedaardig (zij het met sub-segmenten met een hoge intensiteit zoals halfgeleiders), terwijl nutsbedrijven, materialen en energieaandelen de grootste vervuilers zijn. Een belegger die denkt dat koolstofvermindering eenvoudig is, door de WACI-cijfers te verlagen door een handvol aandelen te verwijderen, zal merken dat Scope 3-gegevens de taak moeilijker maken.

3: Onderminning van ‘klimaat’-doelstellingen

Een lage koolstofvoetafdruk wordt vaak bereikt door de grootste vervuilers te mijden. Dit kan problematisch zijn omdat via deze bedrijven vaak de grootste impact kan worden gerealiseerd. Er is ook een potentieel conflict tussen een koolstofarme focus en een focus op het klimaat. Carbon footprints gebruiken gegevens uit het verleden om een momentopname te maken van een huidige voetafdruk. Streven naar een koolstofarme portefeuille vandaag impliceert niet noodzakelijk een decarbonisatiepad. Een belegger die zich richt op de klimaattransitie kan vandaag een relatief hoge koolstofvoetafdruk hebben.

Deze drie valkuilen versterken het belang van een pragmatische, goed geïnformeerde benadering van de implementatie. Wat moeten onze CO₂-reductiedoelstellingen zijn? Hoe moet CO₂-reductie worden geïmplementeerd en gemeten? Betere antwoorden op deze vragen zijn misschien eerder complex dan eenvoudig. Toch is het bij dit onderwerp waarschijnlijk beter om ‘ongeveer gelijk’ te hebben dan ‘precies ongelijk’. ■

Frans Verhaar is senior director bij investment consultancy bfinance



ER IS EEN POTENTIEEL CONFLICT TUSSEN EEN KOOLSTOFARME FOCUS EN EEN FOCUS OP HET KLIMAAT

MSCI World, deels door hun sterke focus op IT-aandelen. Anderzijds hebben *low volatility* en *income* strategieën een hoger gemiddelde WACI dan de benchmark. De bereidheid van de beheerder kan ook worden beïnvloed door het beleggingsproces. Het systematische karakter van de meeste *low volatility* strategieën maakt het gemakkelijker om de parameters voor de portefeuilleconstructie aan te passen.

Nieuwe CEO Robeco bouwt voort op strategie van organische groei

‘De strategie voor 2021-2025 is niet revolutionair anders dan de strategie van de vijf jaar ervoor. Het is eerder evolutionair’, erkent Karin van Baardwijk, de nieuwe CEO van Robeco.

CEES VAN LOTRINGEN

De 45-jarige Van Baardwijk was chieff operating officer van Robeco en is per 1 januari Gilbert Van Hassel opgevolgd als CEO. In haar nieuwe rol geeft ze invulling aan de drie speerpunten die in de strategie voor 2021-2025 zijn benoemd: het behouden en uitbouwen van de positie van Robeco als voorloper op het gebied van duurzaam beleggen; het creëren van groei en het vergroten van de winstgevendheid; en het aantrekken en behouden van talentvolle medewerkers.

Groei kan zowel organisch als niet-organisch geschieden, vertelt Van Baardwijk. ‘Het uitbreiden van onze *investment capabilities* zoeken we momenteel vooral in hoeken waar wij op dit moment minder actief zijn, zoals private debt. De *success rate* hangt vooral af van de prijs die je bereid bent te betalen. Iedereen is op zoek naar hetzelfde; de vijver waar we met elkaar in vissen is klein en kent hoge multiples.’

Behalve accent op diverse landen en regio's plukt de Rotterdamse asset manager langzaam ook de vruchten van zijn evolutie. Zo brengt het huis een

nieuw biodiversiteitsfonds op de markt. ‘Wij zijn een van de eersten die belegt in het beperken van het verlies van biodiversiteit. Daartoe werkten we samen met het Wereld Natuur Fonds, een van de grootste research-organisaties op dit terrein. Wij hebben een framework ontwikkeld om bedrijven te beoordelen op hun impact op biodiversiteit en gebruiken dat voor de selectie van bedrijven voor dit fonds.’

Robeco ontwikkelde in 2017 al een SDG Framework, met een driestappenmethode die de bijdragen van bedrijven aan de 17 VN duurzame ontwikkelingsdoelen kwantificeert. Dit raamwerk werd in 2018 ingezet om bedrijven te identificeren voor een SDG credits- en een aandelenfonds. De scores zijn doorontwikkeld, waarna Robeco het SDG Framework onlangs beschikbaar stelde aan doelgroepen als universiteiten en klanten, met het doel om feedback op te halen.

Met dit zogeheten SI Open Access initiatief ambieert Robeco een ‘toonaangevend analyse-instrument in de wereld te worden’. Van Baardwijk: ‘We willen de kwaliteit van onze data verder verhogen en valideren met de feedback van academici en klanten. Onze data wordt steeds belangrijker en de kwaliteit ervan is cruciaal.’

Voorts is Robeco bezig met de ontwikkeling van een nieuwe generatie quantstrategieën. Van Baardwijk: ‘Dat is ons antwoord op de gekte rond data science. Wij hebben een nieuw team samengesteld, dat handen en voeten gaat geven aan het vinden van niet-gecorrleerde

data uit diverse bronnen. Bijvoorbeeld: zou een beter moraal van medewerkers kunnen leiden tot outperformance van het bedrijf waarvoor ze werken? Als je alleen maar naar financiële data kijkt, kom je daar niet achter.’

‘De drijvende kracht achter die *next generation* is Mike Chen, aangetrokken als hoofd alternative alpha research. ‘Hij houdt zich bezig met vragen als: “Welke bronnen kan ik combineren? Hoe incor-

poreer ik dat?” Met machine learning en kunstmatige intelligentie zullen daar nieuwe quantproducten uit voortkomen. Het kan niet-gecorrleerde relaties blootleggen, die met klassieke instrumenten onzichtbaar blijven.’ Met andere woorden, stelt Van Baardwijk: ‘Robeco is niet van de revolutie, door bijvoorbeeld het businessmodel compleet te veranderen. Wij zijn van de evolutie; van de incrementele innovatie.’ ■



KARIN VAN BAARDWIJK IS CEO VAN ROBECO
FOTO SANDER NAGEL

Nu, Institutioneel

De leukste
nieuwsbrief
van pensioenland



Kempen

MIS NOOIT EEN ACTUEEL ONDERWERP MELD U NU AAN VOOR DE

Nu, Institutioneel

www.kempen.com/nl/nieuwsbrief



EXPERT VIEW

Talloze nuances maken het meten van impact tot balanceer-act

De vele nuances bij impactbeleggen vragen om een objectieve, transparante en op feiten gebaseerde benadering voor het beheren en meten van impact. Dat zegt Oyin Oduya, als management practice leader bij Wellington Management verantwoordelijk voor *impact measurement*.

Het is misschien goed om dit gesprek te beginnen met wat jullie definitie is van impactbeleggen...

'De meest brede definitie is investeren voor zowel marktconforme rendementen als meetbare positieve resultaten voor het milieu en de maatschappij. Voordat een onderneming aan onze impactportefeuille wordt toegevoegd, verrichten wij grondige analyse om te begrijpen hoe haar producten en diensten de door ons vooraf gedefinieerde impactdoelstellingen kunnen verwezenlijken. Dat kan gaan over het verbeteren

van de toegang tot hoogwaardige gezondheidszorg of onderwijs, verduurzaming van het elektriciteitsnet of het vergroten van financiële inclusie in opkomende markten.'

Hoe beoordelen jullie bedrijven op de impact die ze maken?

'Ik ben ervan overtuigd dat het maken van impact vooral effectief is als het is ingebed in het hart van de bedrijfsactiviteiten. Waarom is dat belangrijk? Als de due diligence correct wordt uitgevoerd en je kunt de juiste bedrijven selecteren, is er geen compromis nodig tussen impact en rendement. Voor onze

impactstrategieën voor beursgenoteerde bedrijven hanteren wij drie criteria: materialiteit, additionaliteit en meetbaarheid. Materialiteit houdt in dat ten minste 50 procent van de omzet van het bedrijf op een van onze elf impactthema's is afgestemd, welke gelieerd zijn aan de duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) van de Verenigde Naties. Additionaliteit gaat over wat het bedrijf anders dan zijn concurrenten doet bij het maken van impact. Dat is doorgaans gerelateerd aan kosten, innovatie, schaalgrootte of type eindgebruiker. Ook is het belangrijk te proberen om de verschillen tussen bedrijven te begrijpen. Als een zonnepanelenproducent minder water gebruikt bij de productie dan het op een na beste alternatief draagt hij bij aan de groei van duurzame energie en gaat hij efficiënt om met hulpbronnen. Meetbaarheid draait om een uitkomst op basis van *key performance indicators* (KPI's), die we gedurende de loop-

tijd van de investering kunnen volgen en die de impact in kaart brengen. Dat is enorm belangrijk, want zonder KPI's vertellen we slechts verhalen. We willen zoveel mogelijk data verzamelen over de impact die we denken dat bedrijven in onze portefeuilles maken.'

Wat zijn de grootste uitdagingen bij het meten en beheren van impactbeleggingen?

'Naarmate impactbeleggen aan populariteit wint, stellen investeerders, wet- en regelgeving en klanten hogere eisen aan het meten en beheren van impact. Impactmetingen zijn nogal maatwerk en bottom-up. Wellington Management is een bottom-up, door fundamenteel onderzoek gedreven asset manager, dus dat appelleert aan onze sterke punten. Maar het betekent ook dat je voor ieder bedrijf in je impactstrategie veel tijd moet spenderen aan de vraag wat de KPI is, hoe je die berekent en hoe je transparant kunt zijn over dit getal. Als je in meerdere

impactfondsen belegt, kunnen ze allemaal andersoortige impactcijfers rapporteren. Hoe vergelijk je de impact van bedrijven als iedereen iets anders meet? Hoe goed het ook is om zo gedetailleerd mogelijk te zijn, het levert vaak problemen op als je data probeert samen te voegen, zelfs binnen fondsen, laat staan tussen fondsen. Als sector hebben we nu een aantal algemeen aanvaarde kaders en standaarden ontwikkeld. Wij maken bij Wellington Management onder meer gebruik van de IRIS+ van het Global Impact Investing Network en het Impact Management Project, een nuttig kader om na te denken over de verschillende dimensies van impact.'

Hoe ga je om met de vele nuances van het meten van impactbeleggen?

'Die talloze nuances maken het meten en beheren van impact tot een balanceer-act, die vraagt om een objectieve, transparante en op

feiten gebaseerde benadering. We proberen zoveel mogelijk te kwantificeren en te bewijzen, maar de data is niet perfect. Impactbeleggers moeten objectiviteit in evenwicht zien te brengen met subjectiviteit en nuance bij het beoordelen en meten van impact. We moeten een krachtige bewijsbasis creëren voor het selecteren van kansrijke impactbedrijven of -emittenten. We moeten een oplossing vinden voor het meten van indirecte impact, en werken aan het minimaliseren en traceren van negatieve impact. Impactbeleggers moeten ook tot actie overgaan nemen als beschikbare data de impact niet afdoende inzichtelijk maakt.’

Wat is de meest optimale manier voor het rapporteren over impact?

‘Dat proces is voortdurend in beweging; zo lang zijn we als impactgemeenschap nog niet bezig en er is ook een gebrek aan standaarden. Het rapporteren over impact gebeurt nu vaak voor marketingdoeleinden in plaats van dat beleggers de data gebruiken om beslissingen te nemen waarmee impact kan worden gemaximaliseerd. Je mist bovendien de essentie als je alleen op kwantitatieve data afgaat. Een bedrijf moet ook het verhaal achter de impact vertellen en

kwalitatieve informatie verstrekken om de context te schetsen, die zo belangrijk is voor impactbeleggen. Behalve duidelijk meetbare doelen en verwachtingen, relevante meetmethoden en relatieve resultaten moeten in de impactrapportage de geïntegreerde perspectieven van stakeholders, transparantie over risico’s en *lessons learned* worden opgenomen.’

Het meten van indirecte impact is belangrijk, maar kan lastig zijn. Kun je dat verduidelijken met een voorbeeld?

‘Een treinleasemaatschappij bezit of fabriceert zelf geen treinen, maar maakt meer openbaar vervoer mogelijk tegen een lagere CO₂-voetafdruk. Is dat een impactbelegging? Je kunt deze vraag proberen te beantwoorden door bewijs te leveren voor de additionaliteit en door de impact na verloop van tijd te evalueren. Zonder de leaseovereenkomsten van dit bedrijf rijden er op een gegeven moment minder elektrische treinen in de wereld. En hoeveel beter is dit bedrijf vergeleken met het op een na beste alternatief? Het antwoord op deze vraag kan aan verandering onderhevig zijn, dus moeten beleggers elk jaar controleren of de elektrificatiecijfers van het bedrijf beter zijn dan die van de concurrent. Je

moet ook transparant zijn over die attributie, want het bedrijf maakt deel uit van een bredere waardeketen voor schoner transport. De *impact theory of change* en de *impact key performance indicators* moeten zich focussen op de mate waarin deze onderneming andere bedrijven in staat stelt om positieve impact te realiseren op het milieu door lagere emissies, in plaats van de directe impact te beoordelen.’

De term ‘key performance indicator’ is nu al meerdere malen gevallen. Hoe gebruiken jullie deze precies?

‘We kennen een key performance indicator toe aan iedere impactkwestie. We investeren bijvoorbeeld in betaalbare huisvesting, doordat onderzoek ons leert dat er een woningtekort is in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk of India. Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat als je mensen – met name uit gemeenschappen met lage inkomens – toegang geeft tot betaalbare huisvesting, dit meerdere sociale voordelen tot gevolg kan hebben; denk aan een hoger besteedbaar inkomen, betere onderwijsresultaten en zelfs voordelen in gemeenschapsstabiliteit. Het is daarom verstandig om in dit thema te investeren, maar er zijn KPI’s nodig om de werkelijke



OYIN ODUYA
Impact
measurement
& management
practice leader,
Wellington
Management

Impactbelegger mist essentie als hij alleen afgaat op kwantitatieve data

impact van bedrijven in deze sector te kunnen volgen. Die kunnen gaan over hoeveel betaalbare huizen per jaar zijn gebouwd. Of hoeveel geld iemand bespaart die een sociale woning huurt ten opzichte van iemand die een particuliere woning huurt.

Een ander voorbeeld: neem een producent van generieke medicijnen die een bredere toegang mogelijk maakt tot de gezondheidszorg. Je zou kunnen zeggen dat de mensen die generieke medicijnen gebruiken, ouder worden – maar vanwege talloze aannames is dat lastig uit te drukken in een getal. Het is praktischer om te kijken naar hoeveel procent het medicijn goedkoper is ten opzichte van het merk-alternatief en hoeveel mensen het kunnen kopen. Hier kan een KPI uit worden afgeleid voor de verwachte kostenbesparingen, welke bruikbaar kan zijn als maatstaf voor een betere toegang tot de gezondheidszorg.’

Positieve-impactbedrijven kunnen op andere vlakken negatieve impact maken. Hoe gaan jullie met die tegenstelling om?

‘Je moet voor beide effecten oog hebben. Met zijn bouwactiviteiten kan het bedrijf dat betaalbare woningen bouwt de omgeving deels verstoren of schade toebrengen. Telecombedrijven die de digitale kloof in de opkomende markten helpen beslechten, kunnen hun klanten blootstellen aan privacy- of veiligheidsrisico’s. De zonnepaneelsector helpt om onze energievoorziening koolstofvrij te maken, maar in de toeleveringsketen bestaat het sociale risico van moderne slavernij. Je kunt dit adresseren door in het engagement met de bedrijven de negatieve externe effecten onderdeel van het gesprek te maken en een actieplan op te stellen om deze te beperken of uit te bannen. Het helpt ook om een volledige risicoanalyse uit te voeren met behulp van een raamwerk zoals de Impact Management Project’s Five Dimensions, door investeringen te vermijden met grotere negatieve risico’s dan positieve uitkomsten en de inzichten van regionale of industriespecialisten mee te nemen.’

Wat is jullie benadering als er een gebrek is aan betrouwbare impactdata?

‘Veel ondernemingen rapporteren volgens standaarden die de duurzame effecten van hun activiteiten inzichtelijk maken, maar niet de impact van hun producten en diensten. Ook is sommige impact lastig te meten, zoals de positieve gezondheidsresultaten voor de gemeenschap of een afname in maatschappelijke ongelijkheid. Wij geloven dat de beste benadering dan is om bestaande data te gebruiken om een betrouwbare herhaalbare datareeks te garanderen, en ervoor te zorgen dat het bedrijf zich gaat inzetten om meer impactdata beschikbaar te maken. In ons engagement met bedrijven voeren wij doorgaans een open dialoog over het ontwikkelen van een impactketen, die een materieel verband legt tussen de activiteiten en producten en diensten, en de daadwerkelijke impact daarvan.’

Hoe wordt er binnen Wellington Management samengewerkt op het gebied van impactbeleggen?

‘Bij Wellington Management hebben veel mensen inbreng in dit proces. Impactmeting en -beheer is erin de eerste plaats om de impact van portefeuilles van investeerders te kunnen volgen en hen te helpen met de vraag of een bedrijf in de impactportefeuille thuishoort. Dat is een van mijn belangrijkste taken. Een ander belangrijk deel van het werk is het vaststellen van *impact key performance indicators*. Dat gaat niet alleen over het scannen van duurzaamheidsrapporten en andere openbare gegevens, maar ook over het nadenken welke data mogelijk ontbreekt om onze aannames te kunnen toetsen. Dat doen wij door samen te werken met het Woodwell Climate Research Center, ons climate research team, ESG-analisten en industrieanalisten. Het belangrijkste bij impactmeting is transparantie. We weten dat het heel moeilijk is om de juiste KPI vast te stellen. Het is daarom voor mij van onschatbare waarde dat Wellington Management beschikt over een schat aan hulpbronnen die mij kunnen vertellen of mijn aannames kloppen of niet.’

■ BELEGGEN

‘We begonnen met nul klanten en nul euro, het was pionieren’

BeFrank was de eerste premiepensioeninstelling in Nederland, is nog steeds de grootste en wil dat ook zo houden. Wat helpt is dat steeds meer grote bedrijven zich melden.

LIZANNE SCHIPPER

Tegenwoordig kijk je er niet meer van op, maar in 2011 was het opmerkelijk dat de oprichters van BeFrank ervoor kozen volledig online te gaan. ‘We wilden een grote stap maken in transparantie’, aldus medewerker van het eerste uur Oscar van Zadelhoff. ‘Alleen nog online communicatie met deelnemers was echt radicaal in die tijd. Van het pensioenfonds kreeg je toen als startbrief nog een pak papier dat bijna niet door de brievenbus paste. Dat moest veel korter en begrijpelijker kunnen.’

Zodra de Europese IORP-richtlijn dat mogelijk maakte, staken bestuurders van Delta Lloyd en BinckBank de hoofden bij elkaar voor de oprichting van de eerste premiepensioeninstelling (PPI) in Nederland. BinckBank trok zich na een tijdje terug en in 2017 volgde de overname door NN Group, dat later zijn eigen PPI met BeFrank samenvoegde. Inmiddels belegt de PPI een vermogen van zo’n €6,5 miljard voor ongeveer 300.000 deelnemers van ruim 1.100 bedrijven. ‘We begonnen met nul klanten en nul euro, het was pionieren’, aldus Van Zadelhoff. ‘In het begin doe je alles, van producten ontwerpen tot de techniek van de website en de communicatie naar klanten. Na verloop van tijd ontstaat meer specialisatie. Elke fase heeft zijn eigen charme, net als met kinderen.’

Grotere keuzevrijheid

De verschillen met bestaande partijen? Om te beginnen de vrije keuze voor beleggingsfondsen, zegt Sebastiaan van den Dries, nu anderhalf jaar directeur van BeFrank. ‘Destijds was het gebruikelijker om je te beperken tot wat bij de assetmanager op de plank lag.’ Nieuw was bovendien dat een PPI bij overlijden 100 procent restitutie van



‘De deelnemer mag afwijken van de default en kiest zelf een risicoprofiel’

het opgebouwde kapitaal aan nabestaanden kan bieden.

Ook bij algemene pensioenfondsen (APF'en) duiken de laatste jaren DC-kringen op. Wat is hét verschil met een PPI als BeFrank? Vooral de grotere keuzevrijheid, volgens Van den Dries. ‘Binnen bepaalde kaders kunnen deelnemers de beleggingsportefeuille inrichten zoals zij willen. Zij delen geen kring. Een PPI is meer op het individu gericht.’

De werkgever die tot BeFrank toetreedt, kiest voor zijn medewerkers een beleggingsstijl als default: actief, passief of duurzaam. De individuele deelnemer mag daarvan afwijken en kiest zelf zijn risicoprofiel. Van alle deelnemers maakt 15 à 20 procent een afwijkende keuze, bijvoorbeeld voor een duurzame portefeuille. Massaal wordt daar overigens niet voor gekozen. Van Zadelhoff: ‘Werkgevers bieden de duurzame stijl niet als default aan. Ze vinden het wel fijn dat hun medewerkers ervoor kunnen

kiezen. Maar dan zie je dat ook voor hen het kostprijsverschil met bijvoorbeeld passieve fondsen toch nog een moeilijke drempel is.’ De meerderheid van de werkgevers en werknemers geeft de voorkeur aan de passieve beleggingsstijl.

Nog geen variabele uitkering

BeFrank richt zich op grotere bedrijven, met een minimum van vijftig medewerkers. Het aantal klanten is de afgelopen jaren stevig gegroeid. Van den Dries: ‘In de aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel zien we dat steeds meer grote bedrijven hun ondernemingspensioenfondsen sluiten en overstappen op een DC-regeling – zoals bij ons NN Group.’

Sinds 2016 mogen PPI's het pensioenkapitaal van deelnemers ook doorbeleggen na pensionering, dankzij de Wet verbeterde premieregeling. Zelf biedt BeFrank nog geen variabele pensioenuitkering aan. Voor de uitkeringsfase wenden deelnemers zich tot een andere uitvoerder. Van den Dries: ‘We wilden

ons eerst focussen op waar we goed in zijn. Nu we groter worden, loont het om beter naar die mogelijkheid te kijken.’ Zijn doel met BeFrank? ‘De grootste en de beste zijn in de DC-markt. We zijn de grootste, en moeten ons best blijven doen om dat zo te houden en ons te blijven ontwikkelen.’ Voordeel van die omvang is dat andere beleggingscategorieën toegankelijk worden. Enkele nieuwe opties worden op dit moment onderzocht, al houdt Van den Dries in het midden welke. Wel wil hij prijsgeven dat BeFrank vorig jaar Nederlandse hypotheek aan de portefeuille heeft toegevoegd. Daar is een uitgebreide analyse aan voorafgegaan, aldus productmanager Van Zadelhoff. ‘We kijken naar de uitgevende partij, maar ook naar zaken als wenselijke loan-to-value en wel of geen NHG. Deze toevoeging aan onze portefeuille leidt tot een verbetering van het risicorendementsprofiel: goede opbrengsten bij een beheerst risico.’ ■



BIO

Sebastiaan van den Dries
Directeur
BeFrank

Oscar van Zadelhoff
Productmanager
BeFrank

BE FRANK

Belegd vermogen € **6,5 mrd**

Sinds **2011**

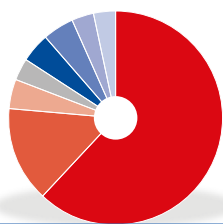
Onderdeel van **NN Group**

Aantal: -deelnemers **300.000** -werkgevers **1100**

Assetallocatie

Passieve beleggingsstijl, neutraal profiel

● Aandelen	62,1 %	● Staatsoblig. EM	4,5
● Aandelen EM	14,4	● Bedrijfsobl. High Yield	4,5
● Vastgoedaandelen	4,5	● Bedrijfsobl. inv. grade	3,33
● Hypotheken NL	3,33	● Bedrijfsobl. green bonds	3,33



Vrijheid

Gekozen risicoprofiel door BeFrank-deelnemers die zelf risicoprofiel bepalen



Bron: BeFrank | Mouwes Graphics 2022/0

■ COLOFON

Hoofdredacteur Cees van Lotringen **Vormgeving** Fier.media **Fotografie** Unsplash **Eindredactie** Esther Gotink **Aan deze editie werkten verder mee** Jeroen Boogaard, Anja Corbijn, Jan Bertus Molenkamp, Paul Mouwes, Anton Reijnga, Lizanne Schipper, Frans Verhaar **Sales** Jasper Staring (jasper.staring@investmentofficer.com) **Contact met de redactie** redactie@investmentofficer.com

Investment Officer is het grootste platform voor beleggingsprofessionals in de Benelux. Deze krant ontvangen? Ga naar www.investmentofficer.nl