

BELEGGINGSOVERTUIGINGEN EN MYTHES

JAARGANG 39 | NUMMER 152 | VOORJAAR 2023

Vastgoed: heilige huisjes en
overtuigingen **14**

De invloed van inflatie op
aandelen, obligaties en
factoren" **20**

De lifecycle: 100 min
leeftijd? **30**

Transacties in grondstof-
termijncontracten leiden
niet tot hogere voedsel-
prijzen **42**



Inhoud

EDITORIAL

Beleggingsovertuigingen en mythes 3

Jan Jaap Hazenberg, Dirk Gerritsen en Michel Wetser

OPINIE

Vastgoed: heilige huisjes en overtuigingen 14

Friso Berghuis, Dennis van de Pas en Remco Rothkrantz

ONDERZOEK

De invloed van inflatie op aandelen, obligaties en factoren 20

Guido Baltussen, Laurens Swinkels, Bart van Vliet en Pim van Vliet

INTERVIEW

Too many fairy tales in finance 26

By Ronald Kok

PRAKTIJK

De lifecycle: 100 min leeftijd? 30

Gosse Alserda, Oliver Warren en Gerard Moerman

ONDERZOEK

The X-Factor of Active Managers. How multi-factor models can help select consistently outperforming equity managers 35

Simon Zijlstra,

PRAKTIJK

Transacties in grondstoftermijncontracten leiden niet tot hogere voedselprijzen 43

Ralph Sandelowsky

COLUMN

Controllability is dead. Long live responsibility! 50

Randy Caenen

VERDER IN DIT NUMMER

Uit de Vereniging

'Werk aan inclusiviteit en diversiteit zal volgen' 4

Olaf Boschman

CFA Society Netherlands fosters an inclusive culture for a knowledgeable community 9

Let's meet! Marg Franklin 10

Anne-Marie Munnik

Seminar over greenwashing. Een klimaat-vriendelijke vorm van witwassen? 11

Frank Dankers

The CFA Research Challenge Benelux 2022-2023 has a winner! 12

Alex Morozov

Bookreview

Wisdom of Crowds, James Surowiecki 49

Patrick Wierckx

CALL FOR PAPERS

Duurzaam beleggen

De afgelopen decennia heeft duurzaamheid een steeds prominenter rol gekregen binnen de financiële wereld. De klimaatafspraken van Parijs 2015 hebben dat proces nog eens versneld. Inmiddels lijkt het in Europa niet meer geaccepteerd als een organisatie dit thema links laat liggen. De groeiende vraag naar duurzaam beleggen heeft geleid tot een veelvoud van producten. Zo is het aantal duurzame fondsen geëxplodeerd en zie je inmiddels ook duurzame indices ontstaan, zoals de AEX ESG index. Hierbij speelt ook het steeds dwingendere toezichtkader zoals SFDR een rol, aanbieders van beleggingsproducten en eind-beleggers dienen steeds explicieter te rapporteren over welke ambities men heeft op gebied van verantwoord beleggen en hoe progressie goed te meten is.

Tegelijkertijd is er een ook een kritische onderstroom die zeer prominent is in de US. Wat is nu eigenlijk duurzaam beleggen? Zo zou duurzaam

ESG-beleggen niets anders zijn dan lange termijn-beleggen. En de definitie van duurzaamheid verandert nog wel eens. Tot voor de inval in Oekraïne waren wapens not-done maar inmiddels staan wapenproducenten er beter op. Ook de invulling van duurzaam beleggen verschilt van partij tot partij. Sommigen doen aan engagements, anderen desinvesteren, en weer anderen gebruiken een best-in-class benadering op basis van ESG ratings. Maar verschillende ratingbureaus trekken andere conclusies wat betreft duurzaamheid.

Kortom, het veld van duurzaam beleggen is continu in beweging en dat lijkt het de komende tijd nog wel te blijven. Hoog tijd voor een call for papers op dit thema. Om de auteurs te inspireren heeft de redactie een aantal mogelijke onderwerpen bedacht:

- De implementatie van een effectieve duurzaamheidsstrategie
- Willingness-to-pay van klanten voor duurzame beleggingsoplossingen
- Engagement vs. desinvesteren

- Waarom is het Europese perspectief op duurzaam beleggen zo verschillend van het US perspectief?
- Wat meten ratingbureaus nu daadwerkelijk?
- Wat is de impact van (SFDR) regelgeving op het bestaande duurzaamheidsbeleid?
- Welke nieuwe ontwikkelingen staan voor de deur zoals biodiversiteit of het meten van outcomes
- Hoe verhoudt impact investing zich tot duurzaam beleggen?
- Welke rol speelt data en technologie in een effectieve duurzaamheidsstrategie?

Via deze call for papers roepen wij geïnteresseerde auteurs op voor 15 mei 2023 contact op te nemen met de redactie (irma.willemsen@cfasociety.nl). Het moet daarbij gaan om oorspronkelijk werk dat nog niet eerder is gepubliceerd. Het artikel kan zowel in het Engels als Nederlands worden aangeboden.

Beleggingsovertuigingen en mythes

Beleggers hebben voortdurend te maken met risico's en onzekerheden en zijn misschien juist daarom op zoek naar ijkpunten en houvast. Door een aantal investment beliefs tegen het licht te houden, rijken wij de dolende belegger met dit voorjaarsnummer de helpende hand. De lat ligt daarbij hoog. Het doel is om een onderscheid te maken tussen waarachtige wetmatigheden en bruikbare vuistregels die de belegger in een gouden lijstje boven zijn bed kan hangen en dogma's en mythes die ten onrechte worden aangehangen en maar beter kunnen worden afgedankt.

Er is waarschijnlijk geen vermogenscategorie waar vuistregels zo'n grote rol spelen als vastgoed. In het eerste artikel van dit nummer onderzoeken Friso Berghuis, Dennis van de Pas en Remco Rothkrantz van de commissie vastgoed een zestal stellingen die allemaal met deze vermogenscategorie te maken hebben. Aan de hand van hun ervaring in de sector en onderzoek wordt aan iedere stelling een waarheidsgehalte toegekend. De auteurs zijn niet bang voor afwijkende meningen: zij nodigen lezers uit om op de LinkedIn-pagina van CFA Society Netherlands verdere discussie te voeren.

Terwijl inflatie een van de onderwerpen is in het vastgoedartikel, staat dit onderwerp centraal in het artikel van Guido Baltussen, Laurens Swinkels, Bart van Vliet en Pim van Vliet. Aan de hand van een dataset die zich uitstrekt over een periode van bijna anderhalve eeuw, geven de auteurs inzicht in de nominale en reële rendementen op aandelen en obligaties bij verschillende inflatieregimes. Bovendien worden factorpremies geanalyseerd, zowel voor aandelen als voor obligaties.

Het derde artikel analyseert een beleggingsvraagstuk in multi-asset context. Een vuistregel die bij beleggen over de levenscyclus regelmatig wordt gehanteerd is om het percentage zakelijke waarden in de portefeuille gelijk te stellen aan 100 minus de leeftijd van de belegger. Gosse Alserda, Oliver Warren en Gerard Moerman komen tot de conclusie dat deze vuistregel wat te kort door de bocht is: de toegevoegde waarde van optimalisatie weegt op tegen de extra complexiteit.

Over de vraag of de voorkeur moet worden gegeven aan actief of passief beleggen wordt in heel wat beleggingscommissies gedebatteerd. Gebruikmakend van data met betrekking tot institutionele mandaten in een groot aantal aandelen categorieën beantwoordt Simon Zijlstra de vraag of het mogelijk is de betere actieve aandelenbeleggers te selecteren aan de hand van hun track record. Zijn antwoord is bevestigend, zolang de belegger maar de beschikking heeft over een multi-factor toolkit.

Een investment belief dat bij beleggen in grondstoffen wordt aangehangen is dat institutionele beleggers door te beleggen in termijncontracten de prijs van voedsel opdrijven. Ralph Sandelowsky maakt niet alleen korte metten met dit vooroordeel, maar beargumenteert ook op overtuigende wijze dat institutionele beleggers juist een positieve rol hebben bij het afdekken van risico's door grondstofproducenten.

Na deze duiding op het terrein van aandelen, obligaties, vastgoed, grondstoffen en multi-asset beleggen, belichten het interview, de bookreview en de column investment beliefs op hun geheel eigen wijze. In het interview met *practitioner* en *academische expert* Jason Hsu komen zeven "sprookjes" binnen *finance* aan de orde, onder andere op het terrein van ESG, backtests en de weging van beleggingen binnen portefeuilles. De bookreview van de hand van Patrick Wierckx is gewijd aan de *golden oldie* The Wisdom of Crowds, waarin juist wordt afgerekend met de waarde van de mening van experts. Mocht het u inmiddels duizelen, dan zet de column van het Risk Management Committee u weer met beide benen stevig op de grond: controle willen hebben is een brug te ver, verantwoordelijkheid nemen en ruimte geven aan verschillende inzichten en perspectieven is de weg voorwaarts.

Wij wensen u daarbij een veilige reis!

Dirk Gerritsen

Jan Jaap Hazenberg

Michel Wetser

'Werk aan inclusiviteit en diversiteit zal volgen'

Olaf Boschman

Voor organisaties met een inclusieve cultuur is het eenvoudiger de diversiteit van het personeel te vergroten én die te behouden. Andere factoren die positief kunnen bijdragen aan diversiteit in de beleggingsindustrie zijn onder meer het inzetten van rolmodellen, mogelijkheden tot deeltijdwerk en het benutten van generatiediversiteit door aannemen van bijvoorbeeld jongeren, zo kwam naar voren in een rondetafelgesprek over diversiteit en inclusiviteit.

CEO en voorzitter van CFA Institute Marg Franklin is ervan overtuigd dat het bevorderen van *Diversity, Equity en Inclusion* (DEI) in de beleggingsindustrie noodzakelijk is. 'Het leidt tot betere beleggingsresultaten, zorgt voor een stimulerender werkklimaat en stelt beleggers in staat klanten én de maatschappij beter van dienst te zijn.' Eind februari was Franklin op bezoek in Nederland en nam ze onder meer deel aan een rondetafelgesprek over DEI met topmanagement van de Nederlandse

beleggingsindustrie georganiseerd door CFA Society Netherlands, onder leiding van Melinda Rook, voorzitter CFA Society Netherlands, en Anne-Marie Munnik, directeur CFA Society Netherlands. Munnik trapte af met een verwijzing naar onderzoeken die aantonen dat beleggingsresultaten beter zijn als beleggingsteams divers zijn samengesteld. Met CFA Society Netherlands wil ze bijdragen aan meer inclusiviteit in de Nederlandse beleggingsindustrie, vertelde ze. In een inclusieve

cultuur voelt iedereen zich gerespecteerd en gewaardeerd, ongeacht achtergrond, afkomst of gender. En dat maakt de beleggingsindustrie een betere plek om te werken, aldus Munnik.

Over het waarom van DEI was de eensgezindheid dan ook groot. 'Deelnemers van ons pensioenfonds zijn man, vrouw, jong, oud en komen uit verschillende culturen', zei directeur Inge van den Doel van PMT, het bedrijfstakpensioenfonds voor onder meer loodgieters, installatiebedrijven en fietsenmakers. 'Als bij ons alleen grijze mannen zouden werken, dan zouden onze deelnemers zich daar onvoldoende in herkennen. Ik vraag mij af of ze ons dan zouden vertrouwen.'

CIO Hilde Veelaert van ACTIAM beaamde dat: voor goed bedienen van een diverse klantenpopulatie is het nodig dat je als organisatie zélf ook divers bent. 'Hoe kun je

Ronde tafel in beeld
Vanaf links:

Julia Orlich, directeur relatiebeheer CFA Institute
Twan van Erp, directeur strategisch portfolio advies Achmea
Martijn Scholten, CEO Investment Management MN
Margaret Franklin, voorzitter en CEO CFA Institute
Inge van den Doel, directeur PMT
Melinda Rook, voorzitter CFA Society Netherlands
Martin Sanders, hoofd pensioen-investeringen AXA IM
Olaf van den Heuvel, CIO Aegon AM
Anne-Marie Munnik, directeur CFA Society Netherlands
Jack Julicher, CEO AM en CIO ASR
Hilde Veelaert, CIO ACTIAM
Olaf Boschman, freelance journalist/tekstschrijver



je met klanten verbinden als je totaal verschillend bent?’ Volgens Olaf van den Heuvel, CIO van Aegon AM, zou de beleggingsindustrie ‘de meest diverse’ moeten zijn, omdat het werk hier zich goed voor leent, en ook gezien de grote diversiteit aan klanten waarvoor de sector werkt.

Die eensgezindheid kwam ook naar voren in de uitkomst van een kleine enquête onder de deelnemers: iedereen onderschreef dat het prettiger werken is bij een inclusieve organisatie, dat input van diverse perspectieven betere resultaten geeft en dat een inclusieve beleggingsindustrie een diverse samenleving beter van dienst kan zijn.

Behoudende sector

De vraag is hoe je DEI bevordert. ‘Onze sector is redelijk behoudend’, constateerde Martijn Scholten, CEO Investment Management bij MN. ‘Hoe kunnen we de uitdagingen aan die de transformatie naar diversiteit, gelijkheid en inclusiviteit stelt?’

Jack Julicher, CEO a.s.r. Asset Management en CIO ASR Nederland heeft Rotterdam als standplaats. ‘We hebben 190 culturen in die stad, maar die zie ik niet terug op de werkvloer. Ik vraag me af hoe we in staat zijn diversiteit en inclusiviteit te organiseren. Is de taal van onze industrie wel inclusief genoeg?’ Ook Martin Sanders, hoofd pensioeninvesteringen bij AXA IM, houdt die vraag bezig. ‘De helft van de studenten in economische studierichtingen is vrouw, waarom blijven ze, net als culturele minderheden, weg uit onze industrie of, als ze wél komen, vertrekken ze dan weer snel?’

Gender staat overal op de agenda

Met hun vragen illustreerden Julicher en Sanders de breedte van diversiteit. Gender is een aspect, net als afkomst, leeftijd en religie. Franklin vertelde dat ze voor CFA Institute de hele wereld over reist en ziet dat de vragen over DEI van cultuur tot cultuur verschillen. Daarmee verschilt ook de manier

waarop landen er invulling aan geven, al is er één duidelijke overeenkomst. ‘Gender staat overal op de agenda.’ De ondervertegenwoordiging van vrouwen in de beleggingsindustrie is in de meeste landen het voornaamste aandachtspunt in gesprekken over DEI, aldus Franklin. Volgens haar kan dit als startpunt gebruikt worden. ‘Als je antwoord weet te vinden op de vraag wat vrouwen weerhoudt van een carrière in de beleggingsindustrie en, als ze hier wel voor kiezen, op de vraag hoe je hen kunt behouden, dan kan dat uiteindelijk een positief effect op andere aspecten van diversiteit hebben. Voor ondervertegenwoordigde groepen zal de focus op genderdiversiteit alleen echter niet voldoende zijn om vooruitgang te boeken.’

Twan van Erp, directeur strategisch portfolio advies Achmea, vroeg zich af of er sectoren zijn waar het goed gaat met diversiteit qua gender en wat de beleggingsindustrie daarvan eventueel kan leren. De voorbeelden liggen allerminst voor het oprapen, constateerde hij zelf. ‘In de gezondheidszorg werken veel vrouwen, waarom lukt het daar wel?’ Impliciet kwam er zo wél antwoord op zijn vraag: de beleggingsindustrie moet haar eigen kader creëren, rekening houdend met haar specifieke kenmerken. De DEI-code (zie kader) kan als leidraad dienen.

Aantrekken én behouden

Het bevorderen van genderdiversiteit begint met het aantrekken van vrouwen. Die constatering is eenvoudig genoeg, ingewikkelder is het vinden van antwoord op de vraag hoe. Organisaties met een homogeen personeelsbestand zullen eerder mensen aanspreken die zichzelf daarin herkennen, merkte Sanders op. Anders gezegd: organisaties of sectoren waar vooral mannen werken spreken minder tot de verbeelding van vrouwen, hoe aantrekkelijk het werk op zichzelf ook mag zijn. ‘Het imago en het gebrek aan rolmodellen spelen de sector parten’, meent Veelaert.

Diversiteit, gelijkheid en inclusiviteit

Diversiteit omvat volgens CFA Institute het volledige spectrum van menselijke eigenschappen, perspectieven, identiteiten en achtergronden. Concreet betekent dit onder meer gender, afkomst, leeftijd en religie.

Gelijkheid Iedereen heeft dezelfde mogelijkheden op volwaardige deelname aan de organisatie, ongeacht bijvoorbeeld afkomst. Dit kan betekenen dat sommige groepen meer steun nodig hebben dan andere voor het benutten van hun potentieel, aldus CFA Institute.

Inclusiviteit Iedere werknemer voelt zich gerespecteerd, gewaardeerd en veilig en kan zodoende volledig betrokken zijn bij de organisatie.

Uitdaging voor hele sector

Al pratend ontstond consensus dat het behouden van vrouwen een groter vraagstuk is dan het aantrekken ervan. Volgens Veelaert is dat in Nederland deels cultureel bepaald. ‘Het lijkt hier not-done te zijn een carrière te combineren met de zorg voor kinderen, als vrouwen blijven werken dan doen ze dat vaak in deeltijd, voor drie of vier dagen.’ En over gebrek aan rolmodellen gesproken: het helpt dan niet dat er weinig vrouwen werken in de top van organisaties wat, bewust of onbewust, kan meespelen bij de afweging te stoppen in de beleggingsindustrie en te gaan werken in een andere sector. ‘Een overstap van de ene naar de andere vermogensbeheerder is het probleem niet’, aldus Munnik. ‘Het is een uitdaging voor de sector als geheel mensen te behouden.’

Deeltijdwerk

Met ruimere mogelijkheden voor deeltijdwerk zullen vrouwen eerder in de

AGENDA

13 september 2023
Annual Dinner



27 september 2023
Dutch Performance Measurement
Round Table



2 november 2023
ALM congres





beleggingsindustrie blijven werken, is alom de verwachting. Sanders verbaasde zich erover dat bijvoorbeeld portfoliomanagers niet drie dagen in de week kunnen werken. 'Veertig of vijftig uur in de week is voor mij net zo goed deeltijdwerk. Er zijn zeker specialistische functies die je ook in twee of drie dagen per week kunt doen in plaats van zes, maar dan met een team van collega's.'

Verandering versnellen

Zo'n veertig beleggingsorganisaties deden in 2019 en 2020 mee aan een programma voor het bevorderen van *diversity, equity and inclusion* (DEI); in een verslag¹ van hun bevindingen staan praktische tips en aanbevelingen waarmee andere organisaties hun voordeel kunnen doen.

'Als leiders het doel van DEI-training duidelijk communiceren en uitleggen tot welke verandering dit leidt, dan is de kans op succes groter', luidt één van de aanbevelingen.

Een andere is dat organisaties moeten waken voor gehaastheid, een gevaar dat op de loer ligt in een sector met veel hoogopgeleiden die snel van begrip zijn. DEI eist duurzame gedragsverandering die zich niet zomaar laat versnellen.

Ook zouden organisaties breder moeten kijken als ze op zoek zijn naar nieuw talent, bijvoorbeeld door te focussen op vaardigheden die een baan vereist in plaats van werkervaring of door interesse voor de beleggingsindustrie te wekken bij scholieren en studenten.

1 Accelerating change – diversity, equity and inclusion in investment management, CFA Institute, 2021

De industrie moet zich hierop aanpassen, vindt hij, omdat zonder deeltijdwerk veel talent verloren gaat. Behalve op vrouwen doelt Sanders daarbij op talent in bredere zin, bijvoorbeeld ook op jongeren voor wie werk niet met stip op één staat. Bovendien: 'Je kunt maximaal vier tot vijf uur op een dag op het hoogste niveau werken', aldus Franklin.

Rook vindt het houden van 'stay-interviews' een goed idee: wat hebben mensen nodig om aan boord te blijven? Hoe belangrijk is deeltijdwerk, spelen kinderopvangmogelijkheden een rol, ontbreekt perspectief op doorgroei? 'Het is beter dat gesprek te voeren vóór het besluit valt te vertrekken.'

Oog voor jongeren

Van den Heuvel ziet het vasthouden van jongeren en daarmee het bevorderen van leeftijdsdiversiteit als grotere uitdaging dan genderdiversiteit. 'Ze blijven niet.' Een mogelijke verklaring is dat jongeren onvoldoende het gevoel hebben erbij te horen, zei Veelaert. 'Luister naar wat ze kunnen bijdragen aan de organisatie met hun vaardigheden. Ik vraag me af of dat voldoende gebeurt in onze sector waar we gewend zijn te werken op een bepaalde manier en van nieuwkomers verwachten dat ze die overnemen.'

Franklin raadde aan de specifieke vaardigheden van jongeren, die zijn opgegroeid in het digitale tijdperk, waar mogelijk te benutten. 'Een *digital native* kijkt anders naar cryptocurrency dan wij in deze zaal', gaf ze als voorbeeld.

Julicher sloot zich hierbij aan, maar merkte erbij op dat het volgens hem lastig is echt te doorgronden wat jongeren in hun werk motiveert, wat hun drijfveren zijn en hoe een organisatie daarop goed kan inspelen. Als dat wél lukt, dan is het een stuk eenvoudiger jongeren na afloop van een trainee-programma te behouden. Julicher kan zich

voorstellen dat het goed is als jongeren de ruimte krijgen voor experimenten met bijvoorbeeld toepassingen voor kunstmatige intelligentie als ChatGPT. 'Jongeren brengen innovatie', vatte Van den Doel samen. 'Dat is een waardevolle kwaliteit.'

Ook Franklin wees daarop en zei dat organisaties ervoor moeten waken mensen te snel af te schrijven als onervaren, wat, zeker tot enkele jaren geleden, bijvoorbeeld nogal eens gebeurde bij kandidaten die niet zelf de kredietcrisis hadden meegemaakt.

Oog voor jongeren kan ook tot uiting komen bij evenementen, vervolgde Van den Doel. 'Waar organiseer je die? Kies je voor een locatie in de bossen of zoek je een ruimte in het stadscentrum. Onze jongeren hebben geen auto waarmee ze naar het bos kunnen rijden.' Een ander aandachtspunt is het eten: sluit dat aan bij de dieetwensen van de jonge generatie?

Sanders waarschuwde dat focus op jongeren en het ontwikkelen van hun vaardigheden niet ten koste mag gaan van andere groepen werknemers. Expliciet noemde hij middengroepen die niet de top van de organisatie bereiken. Het is óók belangrijk die werknemers te behouden door hun mogelijkheden te bieden voor verdere ontwikkeling.

Diversiteit in cijfers

Cijfers kunnen zicht geven op de vorderingen die organisaties maken met diversiteit. Alleen: cijfers zeggen op zichzelf weinig, aldus Scholten. Dit staat nog los van de vraag dat diversiteit lastig meetbaar kan zijn. Zo stipte Hilde Veelaert een dilemma aan voor werkgevers die de religieuze en etnische diversiteit in hun organisatie willen vergroten. 'We mogen niet vragen naar religie of op welk continent iemand is geboren.'

CFA Institute DEI code

Beleggingsprofessionals in de Verenigde Staten en Canada kunnen sinds vorig jaar de code onderschrijven die CFA Institute heeft opgesteld voor het bevorderen van *diversity, equity en inclusion* (DEI). De DEI code heeft zes principes:

1. Pipeline

Voor de lange termijn is het voor de beleggingsindustrie cruciaal toekomstige medewerkers aan te trekken uit groepen die ondervertegenwoordigd zijn.

2. Talent acquisition

Het werven van nieuwe medewerkers voor de beleggingsindustrie is inclusief.

3. Promotion and retention

Alle medewerkers hebben gelijke kansen op promotie, ongeacht hun achtergrond, en iedereen voelt zich thuis in de organisatie.

4. Leadership

Wie de code onderschrijft stimuleert het verbeteren van DEI in de beleggingsindustrie door het goede voorbeeld te geven.

5. Influence

Wie de code onderschrijft gebruikt zijn/haar invloed voor het verkrijgen meer meetbare resultaten van DEI.

6. Measurement

Meten is weten, zo luidt het zesde en laatste principe in het kort. 'Wat wordt gemeten, wordt geëvalueerd en gemanaged, zeker in een datagedreven sector als de beleggingsindustrie', aldus de code. Voor meer diversiteit, gelijkheid en inclusiviteit is meten noodzakelijk.

Samenwerken, delen en promoten

In de principes ligt besloten, impliciet en soms expliciet, dat het vergroten van diversiteit, gelijkheid en inclusiviteit een opdracht is voor de beleggingsindustrie als geheel.

CFA Institute DEI code

De code voor de VS en Canada is de eerste; andere regio's volgen met een code die aansluit bij het arbeidsrecht en past bij demografie, cultuur en gewoontes. De principes zijn voor alle landen gelijk, het verschil zit in de richtlijnen voor implementatie. De verwachting is dat de code voor Europa in het najaar van 2023 gereed is.

Het laat onverlet dat stellen van doelen en meten of die worden gehaald verstandig is, zei Franklin, zolang ook dit proces maar inclusief wordt benaderd, startend met vertrouwen op de werkvloer, alvorens data te gaan verzamelen. Dan kan het organisaties helpen om vinger aan de pols te houden. 'Als de score op een onderdeel daalt dan weet je dat er iets aan de hand is.'

Maar, zo benadrukte ze, resultaten op het gebied van diversiteit zijn alléén haalbaar in organisaties met een inclusieve cultuur. Scholten verwoordde het als volgt: 'In de financiële industrie zijn we dol op doelen en ik kan me voorstellen dat het lukt goede scores neer te zetten, maar zonder inclusieve cultuur is dat maar tijdelijk.'

Dit sluit aan bij de eerder aangehaalde vraag hoe organisaties mensen aan boord kunnen houden. Deeltijdwerk is zo te beschouwen als concrete invulling van een zacht criterium als inclusiviteit. Medewerkers die in deeltijd werken moeten zich dan wel gewaardeerd voelen en volwaardig meetellen in de organisatie. In de organisatiecultuur, kortom, moet daar echt ruimte voor zijn. 'Werk aan inclusiviteit en diversiteit volgt, net als gelijkheid', stelde Franklin.

Inclusieve cultuur begint aan de top

Een inclusieve cultuur begint aan de top van de organisatie, legde ze uit, zonder betrokkenheid op het hoogste niveau heeft inclusiviteit geen kans. 'Managers moeten leren hoe ze inclusief moeten werken.' Trainingen en opleidingen kunnen helpen een omslag in denken en doen te realiseren. Dat is nodig, illustreerde Franklin. 'Hoe hoger in de organisatie, hoe sterker de verantwoordelijkheden zich toespitsen op

beoordelen en besluitvorming. Technische vaardigheden spelen minder een rol, het draait dan meer en meer om vertrouwen. Het is heel menselijk dat managers dan bij voorkeur sparren met mensen die op hen lijken voor bevestiging.' Het vergt inspanning dat patroon te doorbreken, zeker als dat een routine is die in tientallen jaren is ontstaan. 'Bij elke beslissing moet je je afvragen of die de uitkomsten verbetert.'

Redenen voor het bevorderen van diversiteit, gelijkheid en inclusiviteit in de organisatie



Mr. Ruurt Hazewinkel

1930 – 2023

Ruurt Hazewinkel (zittend geheel links) was samen met Magda van Mill (zittend midden) de initiatiefnemer bij de oprichting van de VBA, vereniging van beleggingsanalisten. Aanleiding was in 1961 dat een groep Amerikanen, lid van FAF, vereniging van Amerikaanse financiële analisten, die vroeg of de Nederlandse vereniging van analisten kon assisteren bij hun geplande bezoek aan Philips. Maar er was geen Nederlandse analistenvereniging. Op initiatief van onder andere Ruurt en Magda is toen in snel tempo een Nederlandse analistenvereniging opgericht, de VBA. Daardoor konden Nederlandse leden hun Amerikaanse collega's alsnog op tijd begeleiden naar Philips in Eindhoven.

De rol van Ruurt in de eerste jaren van de VBA was belangrijk, met name bij de organisatie van het tweede congres van de EFFAS in 1963 in Noordwijk. Ruurt's hoogtepunt binnen de VBA was waarschijnlijk het interview met de toenmalige Britse premier Edward Heath in het door de VBA georganiseerde internationale congres in Den Haag in 1980. Het interview werd een indrukwekkend gesprek dat grote waardering kreeg.

In de omgang was Ruurt een uitstekende vakgenoot die op een prettige manier respect afdwong. Met zijn kennis en ontwikkeling van de technische analyse heeft hij het vak enorm verrijkt. In het boek "Turning Points" is een en ander voortreffelijk uit de doeken gedaan.

Het latere erelidmaatschap van de VBA was dan ook ten volle verdiend.

Robert Jan van Doorn (staand 10e van links)



CFA Society Netherlands fosters an inclusive culture for a knowledgeable community

To become fully inclusive, most organizations need to transform their culture. As a starting point, this requires broadening the narrative to diversity of thinking and inclusion, to create shared purpose and meaning.

CFA Society Netherlands is celebrating its 5-year anniversary this year. We are happy with all our achievements since then as a stable, trusted, and proactive investment community. The society's aim is to continue advancing the investment profession, sharing knowledge, and enabling members to serve their clients most effectively. To fulfil these ambitions, we strive to be an inclusive society, which can lead us to becoming even more innovative, knowledgeable, and welcoming. We can do the most good for the investment profession and wider community when our members feel valued and inspired to be a part of our society.

Why is inclusion important to us?

On January 1, 2023 it is five years ago that CFA Society Netherlands and VBA beleggingsprofessionals merged into CFA Society VBA Netherlands, as of now CFA Society Netherlands. The aim of this merger was to be an inclusive society for all investment professionals in the Netherlands. As we are celebrating this 5-year anniversary it is also a good moment to reflect on what we have accomplished in this space and what extra steps we can take to become even more welcoming to all investment professionals who are already a member of our society or would like to become one. To do so, we need to first get a better understanding of the current state of perceived inclusion amongst our members.

Note

1 Deloitte Global Human Capital Trends 2023

What does inclusion mean to us based on Deloitte's research¹?

Inclusion: The actions taken to understand, embrace, and leverage the unique strengths and facets of identity for all individuals so that all feel welcomed, valued, and supported

In an **inclusive society** everyone:

- Is treated fairly and respectfully
- Has equal access to opportunities and resources
- Has a sense of belonging
- Feels valued and welcome for their perspectives

In an inclusive culture people feel empowered, safe, valued, and respected. Society members feel free to contribute, share knowledge and experiences, and attend our events or participate in activities without any concern, or fear of judgement. Essentially, it boils down to all members feeling that they belong and are appreciated for what they bring to our society. Given the merge of our two member bases and their increasingly diverse backgrounds (e.g., in terms of age, country of origin, experience, job roles), we find it very important to prioritize inclusion. We would like to examine the current level of perceived inclusion within our society to determine where we stand today and what we can still improve on in the future. That way, members can feel as encouraged and inspired by each other and our purpose as possible.



How will we get a better understanding of our inclusion?

We would like to hear from all our esteemed members! All members have received an invite to take a short survey on their perception of the levels of inclusion in our society. This way, they can let us know how they feel we are doing when it comes to inclusion. We can only continue to progress with these valuable insights.

This survey was developed through a collaboration with Deloitte. The aggregated data will give us the opportunity to benchmark where we stand, so that we can explore ways to progress even further. The gathered insights will help us define focus areas for improvement. We look forward to sharing outcomes and next steps with you later this year.

Are you one of our members who has not already participated in the survey? You still have time to do so! The survey will stay open until the end of June. Fostering an inclusive culture is an ongoing journey and we can only make further progress with your valuable insights, so please contribute and have your voice heard!

If you have questions or suggestion please feel free to share them, we are always here to listen and discuss.

LET'S MEET!

Marg Franklin

By Anne-Marie Munnik RBA



Marg Franklin, CFA, CEO and president of CFA Institute, visited the Netherlands in February 2023 to meet and greet CFA Society Netherlands members and key stakeholders in the industry. She also joined the celebrations which marked the five year anniversary of the CFA Society-VBA merger by sounding the gong at the Amsterdam Stock Exchange.

There were a number of highlights from Marg's visit, including her participation in our roundtable on Diversity, Equity and Inclusion with leaders from the Dutch asset management industry – please check out the report on this in the *VBA Journaal*. We also met with the Authority for the Financial Markets (AFM) to discuss sustainability, digitalization and the use of data, as well as how CFA Institute and CFA Society Netherlands can contribute to the goals of the AFM on these topics. Of notable relevance is the objective of CFA Institute to push investment horizons further out for better alignment with the impact of climate change. Marg received vocal consent on her view that a sustainable investment policy based solely on exclusion is not sufficient, a form of engagement is needed to affect change. In a meeting with the Dutch Securities Institute (DSI), we discussed developments in professional competence and differing regulations on the matter, within a European context. As our strategy on these topics is very much aligned with that of CFA Institute, it was great to hold conversations together. Marg also brought her significant experience in the investment industry, her global view and characteristic energy to the table to drive progress!

With Marg's interest in contributing to improving the opportunities and visibility of women in the investment industry we organized a lunch meeting with our entire Women in Investment Management (WIM) committee. In an informal, lively setting, ideas surfaced around speed-networking

events, making events more accessible for women to attend and specific mentoring schemes, among others (although we maintain focus on inclusion and being open to all member groups).

During the 'Meet and Greet' with members Marg talked about the strategic priorities of CFA Institute, including building a global community and further enhancing member value. She touched upon the recently announced changes to the CFA program which meet the needs of employers and candidates alike. There was as well lively engagement with our committee chairs, members and candidates over drinks.

Marg assumed her current role in September 2019. Before joining CFA Institute, she led International Wealth Management for North America and was president of BNY Mellon Wealth Management, Advisory Services in Canada. Prior to joining BNY Mellon in 2016, Margaret held multiple senior positions in asset management. She began her career in the institutional business and has worked with pension plans, endowments, foundations, and government agencies. She previously served as chair of CFA Institute Board of Governors and is a former president of the CFA Society Toronto Board. She is a founding member of the CFA Institute Women in Investment Initiative, is a CFA charterholder and a member of CFA Society Toronto. Marg is married, has two children in their twenties and lives in Toronto. She is a former competitive road cyclist and still likes to cycle.



Seminar over greenwashing

EEN KLIMAATVRIENDELIJKE VORM VAN WITWASSEN?

In november 2022 meldden Follow the Money en Investico dat duurzame fondsen ook beleggen in fossiele bedrijven. De term 'greenwashing' viel: je duurzamer voordoen dan je bent. Vrijwel tegelijkertijd deden de drie Europese toezichhoudende autoriteiten een oproep tot een 'Call for Evidence' met betrekking tot greenwashing. Het was ook het onderwerp voor het jaarlijkse seminar van de commissie Ethiek & Integriteit dat op 31 januari jl. plaatsvond. Het thema luidde: *greenwashing, een klimaatvriendelijke vorm van witwassen?* Tijdens een goed bezochte middag in het Rosarium in Amsterdam gingen vier sprekers en het publiek op zoek naar antwoorden op vragen als: wat is greenwashing precies en hoe kunnen we het voorkomen?

"Greenwashing is in de kern het misleiden van anderen met onjuiste duurzaamheidsclaims", is de definitie die Leonie Jesse, Associate Director Sustainable Finance bij KPMG, hanteert. Er zijn genoeg voorbeelden die laten zien dat toezichhouders hebben moet ingrijpen. Hoe dit soort situaties te voorkomen? "Simpelweg je huis op orde hebben. Het gaat erom dat je er voortdurend bewust bent van vragen en dilemma's die op je af kunnen komen", aldus Leonie Jesse. Het Sustainable Finance Action Plan van de EU en de regelgeving die daarmee samenhangt hebben de standaard gezet voor transparantie. Van groot belang zijn de European Sustainability Reporting Standards (ESRS). Daarmee komt duidelijkheid over de vereisten waaraan ondernemingen zullen moeten voldoen in hun duurzaamheidsverslaglegging volgens de CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) die vanaf 2025 van kracht wordt. Maar het moet volgens Leonie verder gaan dan alleen de regels volgen. KPMG adviseert

het model van 'double materiality', een blik van binnenuit naar buiten en tegelijkertijd van buitenaf naar binnen. Met andere woorden, wat is de invloed van een onderneming op het milieu en maatschappij, maar tegelijkertijd: wat is de invloed van milieu en maatschappij op het business model van de onderneming. Alleen kijken naar externe ESG-drivers is niet de juiste weg.

Vincent Triesschijn, sinds 2021 hoofd ESG bij ABN AMRO, heeft positieve ervaringen met de benadering van KPMG. Onder zijn verantwoordelijk is het ESG-team team van de bank verder uitgebouwd. ESG-rapportage volgens de EU-regelgeving is daarbij een belangrijk onderdeel, waarbij KPMG ondersteuning bood bij de implementatie. "Juiste informatie is de sleutel tot actie en transparantie", aldus Triesschijn.

Lenny van Klink is een van de oprichters van Salacia Solutions, gespecialiseerd in ESG-tracking en -rapportage. Ook hij vindt de CSRD van groot belang voor de ambitie van Europa om in 2050 het eerste klimaat neutrale continent te zijn. Maar met een belangrijke kanttekening: "de uitwisseling van data is hiervoor cruciaal. Je moet volledig zijn om je ecologische footprint helder te krijgen, dus de hele weg van productie, vervoer, opslag, verkoop en consumenten moet duidelijk zijn. Pas als je dit goed in kaart hebt gebracht komen de mogelijkheden om je ecologische voetafdruk te verkleinen in beeld". Deze benadering zal volgens Salacia Solutions ook greenwashing tegengaan. Meer gedetailleerde berekeningen maken de werkelijke emissies duidelijk, en vergroten tegelijkertijd de transparantie en betrouwbaarheid. De CSRD is belangrijk voor het harmoniseren van de rapportage.

Accountants moeten een rol krijgen en

het uitwisselen van data moet goed georganiseerd worden. "Transparantie is key", aldus Lenny Klink.

Arjan Udding, directeur van het Impact Institute zit op hetzelfde spoor. Hij gaf een aantal voorbeelden van greenwashing en daarnaast mogelijke oplossingsrichtingen. Duidelijke standaarden, gekoppeld aan strikte regelgeving en handhaving kunnen het risico reduceren. "Investeer in het meten en taxeren van impact, en ontwikkel duidelijke labels voor producten zodat consumenten weten waar ze aan toe zijn". Daarbij zijn volgens Arjan een aantal randvoorwaarden van belang, zoals politieke wil, doorbreken van korte termijn denken, voldoende beschikbaarheid van data, systeemdenken en stakeholder engagement. 'Impact' is daarbij een sleutelbegrip, door Arjan gedefinieerd als het verschil dat men in de wereld maakt door invloed te hebben op zaken die maatschappelijk gewaardeerd worden. Uiteindelijk gaat het om een juiste balans van impact, risico en rendement. Het seminar werd afgesloten met een panel van de sprekers onder leiding van Jenny Overman, lid van commissie Ethiek en Integriteit. De vraag of Europa aan duurzaamheid bijdraagt werd met de nodige kanttekeningen ('te langzaam', 'er moet nog heel veel gebeuren', 'we moeten oppassen voor een afvinkcultuur'), bevestigend beantwoord. De uitwerking van de CSRD zal belangrijk zijn. Volgens Lenny van Klink gaat het voor besluiten in board rooms zorgen: "niemand wil in het verkeerde rijtje staan". Arjan Udding had voor de toekomst één belangrijke wens: dat in één oogopslag alles voor iedereen te zien zou zijn. Dan behoort ook greenwashing definitief tot de verleden tijd.

Frank Dankers



The CFA Research Challenge Benelux 2022-2023 has a winner!

The organizers and the participants of the CFA Research Challenge Benelux were thrilled to hold the finals, once again, at the beautiful historic Euronext building. We are thankful to our gracious hosts at Euronext for giving students a glimpse of what life is like on a trading floor.

PostNL

This year's "target" company was PostNL, a ubiquitous Dutch shipment company. One of the main beneficiaries of the pandemic, PostNL's fortunes post the 2021 peak have turned drastically. The stock lost all of its pandemic gains and struggled operationally. Analysts on The Street have not been positive on the story and the questions regarding long-term future, growth and profitability of this business have intensified. We were curious how the teams would handle this challenging

company and decide which of the firm's market-ascribed valuations was more appropriate – 2021 or now?

Interestingly enough, all 3 finalists – ICHEC-Louvain School of Management, HEC Liège and the Erasmus School of Economics – came out with a rather sanguine outlook on the competitive positioning and growth opportunities of PostNL relative to the market, which led to all 3 issuing Buy recommendations on the stock. Quite a contrarian and brave approach!

The Thrilling Finals

Out with the old, in with the new does not seemingly apply to the CFA Research Challenge Benelux finalists. ICHEC-LSM and HEC Liege are consistently placing a team into the finals, which is a testament to the commitment of the Universities and faculty. We'd like to give a particular shout out to the Associate Professor Mathilde Fox, PhD of ICHEC and Professor Marie Lambert at HEC Liege for putting time and effort in recruiting and guiding students throughout the process, which leads to continuous



success. We also want to congratulate ESE and its Associate Professor Esad Smajlbegovic for their first appearance in the local finals. ESE is a relative newcomer to the competition, so congratulations ESE!

At the local finals student teams are asked to present their findings to a three-person jury, comprised of industry professionals, some closely familiar with the company being analysed. Each team has 10 minutes to present their case, followed by 10 minutes of Q&A from members of the jury. This year's jury was comprised of Marc Zwartsenburg (ING), Ioannis Pontikis (Morningstar) and Pieter van Diepen (GSAM).

All the guests and jury were treated to three rounds of impressive presentations. The jury members asked very challenging questions, but the teams were well-prepared and defended their analysis very well during the Q&A. Notably, the final score, which determines the overall winner, is a combination of a presentation and a written company report score. The ESE team had the biggest gap to overcome as their written report score was more than 10 points below the 2nd place report, which they almost, remarkably did, finishing in the 2nd place overall but scoring the highest with their presentation. Well done!

But even that herculean effort wasn't enough to best team HEC Liege, which will be making a repeat appearance in the regionals. HEC Liege delivered solid performance overall and their win is well deserved. Congratulations to Arthur Fossion, Antoine Duysinx and Corentin Werenne, of team HEC Liege and their industry mentor Damien Petit, CFA!

And, of course, congratulations to all the participating Universities. The main objective of the Research Challenge is to prepare students for their future careers whether in research or elsewhere in the field of finance. Hopefully all the students are able to take the invaluable experience and lessons gained from participating in this process and apply it toward their future



careers. Trust us, "CFA Research Challenge" listed on the CVs of candidates for equity research roles is a very important distinction that could help you garner an interview and possibly a job.

Opportunity to volunteer

Organizing the research challenge is an enormous yet rewarding task that requires the contribution of a large number of volunteers ranging from the organising team, to student-team mentors and research report graders. Given the ongoing success of the competition, we need more volunteers! If you would be interested in joining this team please make your interest known, either to myself or to the staffed office so that we can continue to organize this exciting and career-launching learning experience for students!

The CFA Institute Research Challenge is an annual global competition that provides university students with hands-on mentoring and intensive training in financial analysis and professional ethics. To learn more, visit the CFA Institute website www.cfainstitute.org or the Students pages of <https://cfasociety.nl/en/cfaresearchchallenge>. We encourage you to join the team!

The CFA Institute Research Challenge gathers students, investment industry professionals, publicly traded companies, and corporate sponsors together locally, regionally, and globally for an annual competition. In order to promote best practices in equity research and company analysis, students research, analyze, and report on a company as if they are practicing analysts. Local CFA member societies and other affiliated groups host local level competitions of the Research Challenge in conjunction with the participating universities. The universities assemble teams of three to five business and finance students who work directly with a company in researching and preparing a company analysis. The team's final presentations are locally evaluated by high-profile panels of heads of research, portfolio managers, and chief investment officers from the world's top firms. The local champions advance to regional competitions in the Americas, Asia Pacific, and Europe, Middle East, and Africa (EMEA) and then to the Global Final. Additional information on the Research Challenge is available on the CFA Institute website.

By Alex Morozov

Vastgoed: heilige huisjes en overtuigingen

Friso Berghuis, Dennis van de Pas en Remco Rothkrantz

Naast een eigen taal en definities, kenmerkt vastgoed zich door een fors aantal credo's (locatie...locatie...locatie), dogma's (biedt inflatiebescherming) en mythes (vastgoed is duur). Als leden van de CFA Society Netherlands commissie vastgoed vonden de auteurs het tijd worden om een aantal van deze heilige huisjes en bijbehorende overtuigingen op eigen titel te beschrijven en een eerste score te geven voor het waarheidsgehalte van deze stellingen. De commissie nodigt hiermee iedereen uit om op dit artikel, dat bedoeld is als eerste aanzet tot dialoog, online te reageren en om met elkaar van gedachten te wisselen over deze thema's en andere heilige huisjes in deze asset class. Het artikel eindigt met een kijk op de mogelijke impact van overtuigingen op de vastgoedsector.

STELLING 1: BELEGGEN IN NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED IS DUURDER DAN BELEGGEN IN BEURSGENOTEERD VASTGOED

De aankoop van vastgoed gaat gepaard met hoge transactiekosten. Wordt daarbij in vastgoed belegd middels fondsen, dan komen daar nog beheerskosten en overige fondsgerelateerde kosten bij. Beleggen in vastgoed is hierdoor zeker een bovengemiddeld kapitaalintensieve categorie met hoge kosten, maar is niet-beursgenoteerd vastgoed hiermee daadwerkelijk te duur ten opzichte van beursgenoteerde vastgoed aandelen?

- **Score: 50% waarheidsgehalte**

Om antwoord te geven op de vraag of niet-beursgenoteerd vastgoed duurder is dan beursgenoteerd vastgoed en wellicht te duur is om in te beleggen, starten we met een toelichting op kosten en benaderen we de kosten vanuit verschillende invalshoeken.

Kosten bij beleggingsfondsen worden op basis van Europese en Nederlandse wetgeving doorgaans uitgedrukt in de lopende kostenfactor. De factor bestaat uit een beheervergoeding (management fees), mogelijke service fee en overige kosten in relatie tot het managen van een fonds (bijvoorbeeld de accountants- en juridische kosten). Als wordt doorbelegd in onderliggende fondsen, dan dienen ook hiervan de kosten te worden opgenomen. Echter, specifieke transactiekosten of prestatiever-

**Friso Berghuis, MSc
RBA (m)**
Director Listed
Investments,
Bouwinvest Real
Estate Investors

**Dennis van de Pas
BBA MA MRICS (r)**
Executive Director,
Alternative
Investments and
Manager Selection
(AIMS), Goldman
Sachs Asset
Management

**Drs. Remco
Rothkrantz (l)**
founder GRREY
Company



goedingen (performance fees) worden doorgaans niet standaard gerapporteerd.

Bij niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt doorgaans de INREV¹ Total Global Expense Ratio (TGER) gehanteerd, die bestaat uit een beheervergoeding (door de manager in rekening gebrachte fees) en overige fondskosten. De kosten worden in- of exclusief performance fees uitgedrukt in termen van de fondsomvang of het aandeelhouderskapitaal. Bij het gebruik van vreemd vermogen kunnen de kostenratio's sterk uiteenlopen. Kosten die direct te relateren zijn aan het vastgoed zelf zoals aankoopkosten, verzekeringen, onderhoudskosten en verhuurkosten, zijn geen onderdeel van de TGER, maar worden meegenomen in de zogenaamde Real Estate Expense Ratio (REER). De vastgoedspecifieke kosten, de beheervergoeding en fondskosten worden meegenomen bij de vaststelling van de waarde per aandeel en de netto rendementen.

Doorgaans bedraagt de gemiddelde TGER van niet-beursgenoteerde Europese vastgoedfondsen uitgedrukt in het aandeelhouderskapitaal inclusief performance fee circa 1,2% tot 1,4%. De gemiddelde beheervergoeding of management fee voor Europese en Amerikaanse institutionele fondsen bedraagt ongeveer 90 tot 100 basispunten. Op basis van de investeringsomvang kan hierbij de beheervergoeding en hiermee ook de uiteindelijk klantspecifieke TGER verschillen.

Als vervolgens niet-beursgenoteerd vastgoed met beursgenoteerd vastgoed of andere beleggingscategorieën wordt vergeleken dan gebeurt er iets bijzonders. Doordat bij niet-beursgenoteerde fondsen direct wordt belegd, worden hiervan vaak de gemiddelde kosten gerapporteerd. Bij beursgenoteerd vastgoed wordt echter doorgaans via extern gemanagede fondsen of mandaten (de in figuur 1 weergegeven management fee's zijn indicatief) belegd en dan pas doorbelegd in beursgenoteerde ondernemingen. Omdat dit meestal ondernemingen zijn waarbij geen management fee in rekening wordt gebracht, worden doorgaans niet de kosten van onderliggende vastgoedfondsen meegenomen.

Het verschil in de gerapporteerde kosten bij niet-beursgenoteerd versus beursgenoteerd verklaart dan ook voor een groot deel de perceptie van hoge kosten bij institutionele beleggers, ondanks dat doorgaans wel het beeld is dat bij beursgenoteerde ondernemingen hogere salarissen worden uitgekeerd dan bij niet-beursgenoteerde fondsen.

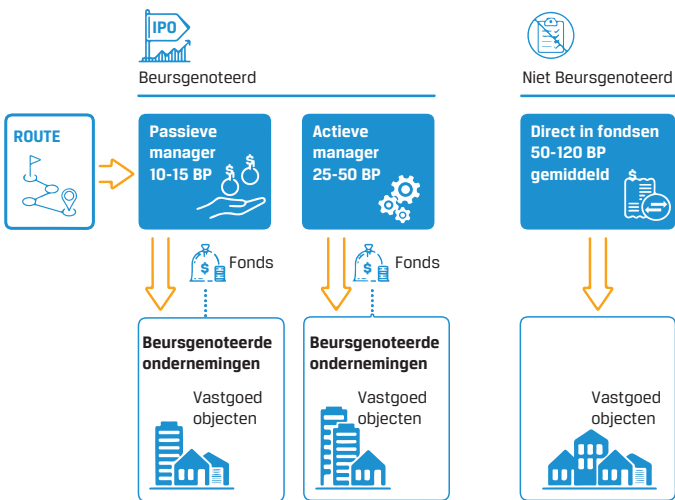
VOOR EEN BETERE DISCUSSIE OVER KOSTEN Zouden niet alleen de vastgoedsector, maar ook de toezichthouders op een verbeterde kostenvergelijking moeten aansturen

Doordat een beursgenoteerde vastgoedonderneming een eigen bedrijf is met mensen op de eigen loonlijst kan dit wel een beeld geven van de daadwerkelijke kosten die niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen maken. Helaas worden deze kostenratio's niet of slechts gedeeltelijk gerapporteerd en zijn ze mede door de strategie en leverage niet helemaal goed vergelijkbaar met niet-beursgenoteerd vastgoed. Twee Nederlandse woningfondsen die in eigen beheer gemanaged worden zonder winst-opslag of management fee rapporteren in hun jaarverslagen de afgelopen jaren een gemiddelde TER van 35 tot 45 basispunten uitgedrukt in verhouding tot het aandeelhouderskapitaal. Het risico van hogere beheerskosten ligt in dit geval direct bij de aandeelhouders zelf, terwijl managers van vastgoedfondsen een opslag in hun beheerfee moeten meenemen om dit risico af te dekken. Desalniettemin suggereert dit voorbeeld dat de gemiddelde kosten van Europese en Amerikaanse fondsen op kostprijs lager zouden kunnen liggen, ook als er rekening wordt gehouden met het feit dat deze fondsen doorgaans in meerdere sectoren en landen beleggen die een hogere vergoeding zouden rechtvaardigen.

Om te kunnen beoordelen of direct beleggen in vastgoed daadwerkelijk duurder is dan beleggen in beursgenoteerde (vastgoed) ondernemingen is het echter van belang dat de vastgoedsector en toezichthouders aansturen op verdere transparantie en standaardisering van kostenrapportages zodat kosten “like-for-like” vergeleken kunnen worden. Aangezien de afgelopen jaren de gemiddelde vastgoedallocatie van institutionele beleggers is toegenomen en er sprake was toetredingsrijen bij niet-beursgenoteerde fondsen, lijkt de categorie vooralsnog in de ogen van de beleggers in ieder geval niet te hoge kosten te kennen.

Figuur 1
Beleggingsvorm en gerapporteerde kosten

Institutionele belegger "X" kiest voor



STELLING 2: NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED LEVERT EEN HOGER RENDEMENT OP DAN BEURSGENOTEERD VASTGOED VANWEGE DE ILLIQUIDITEITSPREMIE

Voor niet-beursgenoteerd vastgoed wordt vaker een hoger rendement verwacht dan bij aandelen en beursgenoteerd vastgoed vanwege de illiquiditeitspremie, maar is dat wel terecht?

- Score: 0% waarheidsgehalte

Om met de deur in huis te vallen; nee, en doorgaans ligt de rendementsverwachting voor niet-beursgenoteerd vastgoed ook niet hoger. De illiquiditeitspremie is onderdeel van het totale prijsverschil (spread) van het aanvangsrendement en de risico-vrije rente bij aankoop. Het gevraagde extra rendement komt bij aankoop van de panden, oftewel op het niveau van de “stenen” tot stand. De uiteindelijke beleggingsvorm in de vorm van een beursgenoteerde of niet-beursgenoteerde schil voegt hierbij geen aanvullende premie toe en daardoor zou men geen hoger rendement mogen verwachten. Dit zou anders ook betekenen dat een belegger twee keer wordt beloond voor hetzelfde risico. Deze veronderstelling is mede gebaseerd op het niet zichtbaar zijn van illiquiditeitspremie bij beursgenoteerd vastgoed, dat meer de karakteristieken van normale beursgenoteerde aandelen heeft, terwijl die premie bij niet-beursgenoteerd vastgoed wel zichtbaar is.

DE ILLIQUIDITEITSPREMIE ZIT IN DE STENEN EN NIET DE BELEGGINGSVORM

Uiteraard kunnen er wel andere oorzaken zijn die leiden tot een hoger verwacht rendement. Dit zijn bijvoorbeeld verschillen in leverage-gebruik en allocatie naar risicovollere landen en/of sectoren. Als er wordt gekeken naar de Europese markt van niet-beursgenoteerd vastgoed, dan is de gemiddelde leverage doorgaans echter beperkt tot 15-25% met een allocatie van ruim 80% naar de traditionele sectoren woningen, winkels, kantoren en logistiek. Dit terwijl beursgenoteerd vastgoed doorgaans een beduidend hoger leverage niveau (35-45%) en een fors aandeel naar niet-traditionele sectoren kent (ruim 50%). Gezien dit hogere risicoprofiel van beursgenoteerd vastgoed is het ook niet logisch om voor niet-beursgenoteerd vastgoed een hoger rendement te verwachten.

STELLING 3: SPREIDING BINNEN DE TOTALE ALLOCATIE VASTGOED LOONT

Diversificatie heeft als doelstelling het risico te verlagen en de stabiliteit van rendementen te verhogen. Diversificatie kan ook aangebracht worden binnen de categorie vastgoed. De passende vastgoedmix kan worden gerealiseerd door een keuze te maken uit investeringen in verschillende objecten, regio's, landen, sectoren, stijlen en sub-categorieën. Gelet op het illiquide en kapitaalintensieve karakter is de beoogde spreiding echter afhankelijk van zowel de beleggingshorizon als de portefeuilleomvang. De vraag dringt zich op: loont diversificatie binnen de totale allocatie naar vastgoed?

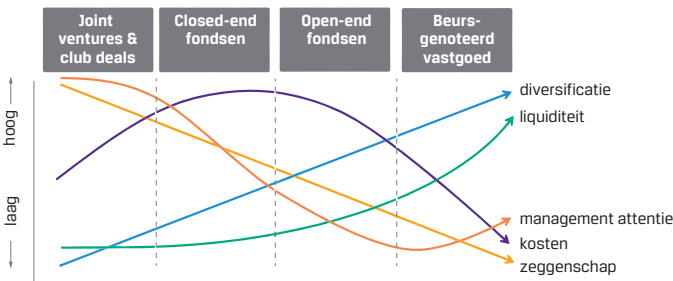
- Score: 80% waarheidsgehalte

Voor al op de lange termijn lijken vastgoedrendementen gedreven te worden door de onderliggende assets, en niet de vorm waarmee in vastgoed wordt geïnvesteerd. Anderzijds zorgen verschillen in liquiditeit, volatiliteit en beleggingsvormen voor afwijkende rendementsvorming en risico's over de economische (vastgoed)cyclus.

Binnen vastgoed kan onderscheid gemaakt worden tussen marktrisico en specifiek risico. Marktrisico treft de vastgoedmarkt als geheel, raakt alle assets in meer of mindere mate en is niet of nauwelijks te mitigeren. Specifiek risico is het risico dat bijvoorbeeld een huurder failliet gaat, een gebouw getroffen wordt door een overstroming of ondermaats beheer. Dit kan onder meer gemitigeerd worden door spreiding over meerdere assets op verschillende locaties en met een groot aantal verschillende huurders. Koppelen we marktrisico en specifiek risico aan de huidige macro economische ontwikkelingen, dan lijkt het dat deze misschien wel meer dan ooit verweven zijn met elkaar door de mate van globalisering, hoge inflatie, klimaatrisico's en potentiële recessie.

De spreiding kan worden worden gerealiseerd door via verschillende beleggingsvormen te beleggen in diverse regio's en types vastgoed. Beleggingsvormen waarin dit in de praktijk gebeurt, betreffen joint ventures, club deals, open-end fondsen, closed-end fondsen en beursgenoteerd vastgoed. Deze vormen variëren in mate van spreiding, liquiditeit, management-intensiteit, kosten en mate van invloed (zie ter illustratie figuur 2).

Figuur 2
Beleggingsvormen in vastgoed



Hierbij is het goed om te weten dat per land de vastgoedinvesteringmogelijkheden voor (institutionele) investeerders verschillen. In Canada, Hong Kong en Singapore, bijvoorbeeld, is een relatief groot deel van de markt in handen van beursgenoteerde partijen en/of lange termijn investeerders. Dit geldt ook voor sectoren als healthcare, self-storage en data centers. Dankzij de optionaliteit om via verschillende beleggingsvormen te beleggen in vastgoed, worden de bovengenoemde landen en sectoren beter investeerbaar. Voor beursgenoteerd vastgoed geldt dat de prijsvorming sneller verloopt, waardoor ook de rendementsvorming afwijkt van niet-beursgenoteerd vastgoed. Deze karakteristiek herbergt een potentieel diversificatieargument.

Er zijn verschillende manieren om diversificatie in de vastgoedportefeuille aan te brengen, elk met specifieke karakteristieken. Historisch maar ook actueel is het tot op zekere hoogte lonend om diversificatie in de vastgoedportefeuille te hebben. Momenteel is er liquiditeitsbehoefte onder investeerders, is (her)financiering kostbaar en inflatie zorgt voor een zoektocht naar inflatiebescherming via huurverhogingen. Liquiditeit vindt men in beleggingsvormen als beursgenoteerd vastgoed, terwijl niet-beursgenoteerd vastgoed juist relatieve waardeversteviging biedt. Inflatie is in bepaalde landen lager, met Japan als beste voorbeeld. Inflatiebescherming lijkt beter geborgd in sectoren waarin huurverhogingen sneller kunnen worden doorgevoerd, zoals bij self-storage en bepaalde huurwoningmarkten. Ten slotte is een mogelijke recessie slecht nieuws voor sectoren die cyclischer zijn, zoals kantoren en winkels. Ofwel, het kan lonen om te spreiden over sectoren en landen en middels verschillende beleggingsvormen.

STELLING 4: VASTGOED IS EEN GOEDE INFLATIEHEDGE

De inflatie is in 2022 wereldwijd hard opgelopen tot niveaus die we niet meer hebben gezien sinds de jaren '70. De hoge inflatie is onder meer het gevolg van het snelle economische herstel sinds de coronapandemie, problemen in de bevoorradingsketen en de oorlog in Oekraïne. De recente rentestijging zou een afremmende werking moeten hebben, maar onzeker is of een normaal niveau van de inflatie weer snel wordt bereikt. De vraag die vele beleggers bezighoudt in deze tijden: is het dogma correct dat vastgoed een goede inflatiehedge is?

- **Score: 75% waarheidsgehalte**

De relatie tussen vastgoed(prijzen) en inflatie is een fenomeen dat beleggers al decennia proberen te vatten, met name ook de pensioenfondsen die een indexatieambitie hebben. Met name voor 2000 is er veel onderzoek gedaan, zonder eenduidige antwoorden, wat wellicht verklaard kan worden door de verschillende gehanteerde periodes, sectoren en regio's. Toch onderschrijven ze alle dat vastgoed een aantal karakteristieken heeft die zorgen voor een impliciete inflatiehedge.

Eén van de belangrijkste elementen van vastgoed is de onderliggende huurinkomstenstroom voortvloeiend uit het huur-

contract. In bijna alle landen worden voor de meeste sectoren binnen het vastgoed, zoals kantoren, winkels, logistiek en woningen, de contracten en de hieruit volgende huurinkomsten periodiek herijkt met de werkelijke inflatie (veelal CPI). De twee belangrijkste uitzonderingen hierop zijn:

- i) Duitsland: de indexatie van de huur kent een onder- en bovengrens; en
- ii) Verenigd Koninkrijk: elke vijf jaar huurherziening tot marktniveau (enkel omhoog).

En hoewel omzetcomponenten in huurcontracten van bijvoorbeeld winkels of hotels toenemen, is dit doorgaans een beperkt element. De ruime meerderheid van alle core open-end niet-beursgenoteerde Europese fondsen geeft aan dat hun onderliggende huurcontracten worden geïndexeerd met inflatie. Hiermee zou ook dus direct de waarde van het vastgoed mee fluctueren met inflatie. Toch blijkt in de praktijk dat deze afspraken niet altijd zo uitpakken. Bij het afsluiten van nieuwe contracten wordt niet altijd een huurniveau overeengekomen dat is aangepast met inflatie. Zeker in tijden van aanhoudend hoge inflatie en daarmee dalende koopkracht en/of winstgevendheid is het natuurlijk maar de vraag in hoeverre de huurders de inflatiestijging kunnen en willen betalen. Het “volledig doorbelasten” vraagstuk is momenteel zeer actueel op de woningmarkt. Hoewel contracten wellicht doorbelasting van de inflatie toestaan is het met het oog op de betaalbaarheidsproblematiek van woningen in Europa maar de vraag of overheden zullen toestaan dat verhuurders de inflatie volledig mogen doorbelasten. Een actueel voorbeeld is Nederland. Eind december 2022 is de wet maximering huurprijsverhoging aangenomen, waardoor de jaarlijkse huurverhoging in de vrije sector wordt gekoppeld aan de loonontwikkeling als die lager is dan de inflatie.

DE MEESTE HUURCONTRACTEN ZIJN NOG STEEDS GEKOPPELD AAN INFLATIE

Daarnaast kun je ook stellen dat het afsluiten van nieuwe huurcontracten niet continu plaatsvindt maar eens in de vijf jaar. Oftewel op de korte termijn leidt de eventuele koppeling van de huurcontracten met inflatie tot een redelijk goede, maar geen perfecte inflatiehedge.

Daarnaast beweegt de vervangingswaarde van vastgoed, de bouwkosten om in de huidige tijd een object te herbouwen, mee met de inflatie. De correlatie is overigens niet perfect. Ook zaken als alternatieve aanwendbaarheid, grondwaarde en onderhoudskosten beïnvloeden de bouwkosten.

Over de afgelopen jaren kan voor (Nederlands) vastgoed voor de meeste sectoren wel gesteld worden dat ze een rendement hebben behaald gelijk aan inflatie of meer. Op ‘stenen niveau’ wordt inflatie grotendeels gedekt door het realiseren van nieuwe

verhuringen en de indexatie in huurcontracten. Op de juiste locaties en op lange termijn stijgen de huurinkomsten en de waarde daarom mee met inflatie.

STELLING 5: HOGE LEVERAGE PAST BIJ EEN LANGETERMIJNBELEGGING ALS VASTGOED

Sinds de kredietcrisis is de gemiddelde vreemd vermogen financiering van een kantoorpand gedaald van circa 70-75% tot circa 50-60%. Dit ondanks de historisch lage rente en het feit dat andere beleggingscategorieën juist meer leverage zijn gaan gebruiken. Bij discussies over het gebruik van vreemd vermogen bij het aankopen vastgoed zijn er twee kampen: zo min mogelijk versus zoveel mogelijk leverage. Dit artikel bekijkt of een hoge leverage (60-80%) past bij een langetermijn-belegging als vastgoed.

- Score: 25% waarheidsgehalte

De vuistregel bij gebruik van leverage is dat als de kosten van een lening lager zijn dan het verwacht rendement op het eigen vermogen, het aantrekkelijk is om leverage toe te passen. Doordat rentetarieven zijn gekoppeld aan het percentage van de marktwaarde (loan-to-value, LTV) ontstaat hierbij vaak een natuurlijk plafond. In tijden dat de rente laag staat en verschillen tussen de renteopslagen bij een hogere LTV beperkt zijn, neemt de leverage vaak toe. In tijden met stijgende rente neemt het vreemd vermogen gebruik af en haken kopers met hogere leverage niveaus (60-80%) vaak af. Naast dat het renteniveau een belangrijke rol speelt, zijn er nog andere factoren die de kampen verdelen.

BOUWKOSTEN VERTONEN OOK CORRELATIE MET INFLATIE

Voorstanders van meer leverage geven aan dat naast het hogere rendement (hefboomwerking), leningen meer flexibiliteit geven bij het uitvoeren van een strategie met een mogelijkheid tot een grotere portefeuille en meer spreiding. Fiscale voordelen en het afdekken van bepaalde vreemde valuta exposure zijn hierbij ook positieve neveneffecten.

Tegenstanders geven aan dat door de grotere complexiteit, kredietrisico's, kosten en volatiliteit (hefboomeffect) de uiteindelijke toegevoegde waarde beperkt is en nut en noodzaak van hogere leverageniveaus sterk afneemt. Zeker omdat institutionele beleggers zelf doorgaans goedkoper en efficiënter vreemd vermogen kunnen aantrekken en lagere kapitaalbuffers eisen kunnen hanteren dan de vastgoedfondsen zelf.

Wat voor de “tegenstanders” ook meespeelt, is dat institutionele beleggers vaak beleggen in vastgoed met spreiding en stabiele kasstromen als doel. Met het gebruik van leverage kunnen deze

eigenschappen verwateren en sluit het product minder goed bij deze uitgangspunten aan.

In de praktijk wordt doorgaans bij risicovollere beleggingen en strategieën meer leverage toegepast en bij de meer veilige objecten en strategieën juist lagere niveaus. Amerikaanse en Europese core-fondsen kennen een leverageniveau van gemiddeld 20-25% en non-core value add circa 55-65%. Dit klinkt enerzijds logisch, omdat men doorgaans het risico-profiel van een object niet wil veranderen door er leverage aan te voegen. Anderzijds voelt het intuïtief vreemd aan dat men op de non-core objecten en strategieën met een hoger risicoprofiel een “verdubbelaar” wil inzetten door extra leverage te gebruiken.

HET IS BIJZONDER DAT OP DE MEER VEILIGE VASTGOEDOBJECTEN EN -STRATEGIEËN DOORGAANS MINDER LEVERAGE WORDT AANGEBRACHT, DAN BIJ DE NON-CORE OBJECTEN EN STRATEGIEËN

Uiteindelijk is het goed om het asymmetrische karakter van leverage te onderkennen: een goede belegging kan met leverage slechter worden, terwijl een slechte belegging met leverage nooit een goede belegging kan worden. Uiteindelijk wordt vaak in vastgoed belegd vanuit een langetermijnperspectief met de wens tot stabiele kasstromen. Een structureel hoog leverage niveau op portefeuilleniveau brengt juist meer volatiliteit met zich mee. Daarnaast stellen wet- en regelgeving steeds striktere eisen aan het gebruik van leverage en kan leverage enkel met de juiste voorwaarden en strategie van toegevoegde waarde zijn.

STELLING 6: DE NEDERLANDSE VASTGOEDMARKT NEEMT DUURZAAMHEID NIET SERIEUS

Duurzaamheid is een onderwerp dat bij alle beleggers inmiddels op de agenda staat. Hetzij vrijwillig door intrinsieke motivatie of verplicht door nieuwe wet- en regelgeving. Maar hoe serieus wordt dit onderwerp genomen binnen de algehele vastgoedsector? Dit artikel zoomt in op eventuele verschillen tussen particuliere en institutionele investeerders.

- Score: 75% waarheidsgehalte

Investeren in vastgoed wordt altijd geroemd om het tastbare karakter ervan en daarmee zou het zich toch bij uitstek lenen voor aansprekende case studies of echte innovaties op het gebied van duurzaamheid? Hoe er binnen vastgoed gekeken wordt naar duurzaamheid wordt vaak ook aangeduid met Environmental Social en Governance (ESG).

- **Environmental:** Wat is de bijdrage van de vastgoedsector aan de wereldwijde uitstoot van CO₂? De schattingen lopen uiteen, maar de consensus tendeeft naar een percentage van

meer dan 30%. Vaak wordt de vastgoedsector als één van de meest vervuilende sectoren genoemd. Indien ook de indirecte uitstoot van vastgoed in beschouwing wordt genomen, kan men zelfs uitkomen op ruim tweederde van de totale uitstoot. De oorzaak hiervan is dat de locatie van het vastgoed bepalend is voor het vervoer van goederen en personen en hiermee sturing kan geven tot meer of minder CO₂-uitstoot. Ook het gebruik van bepaalde bouwmaterialen kan tot veel CO₂-uitstoot leiden (bijvoorbeeld productie van cement zorgt voor veel CO₂-uitstoot).

- **Social:** Hoe scoort de vastgoedsector op het sociale gebied? Onderwerpen zoals betaalbaarheid van woningen, menging van diverse bevolkingsgroepen in een woonwijk of goede werkplekken/werkomstandigheden voor iedereen staan hier centraal.
- **Governance:** Over die derde letter G, (slechte) Governance in de sector kun je boeken volschrijven, met gevallen van misbruik en fraude (zie bijvoorbeeld de omvangrijke fraudezaak Klimop).²

De laatste jaren is echt merkbaar dat het onderwerp vooral hoog op de agenda staat bij vele institutionele beleggers in Vastgoed. Initiatieven als GRESB,³ CRREM⁴ en GIIN,⁵ maar ook recente regelgeving rondom het rapporteren over duurzaamheid zoals *Sustainable Related Financial Disclosure Regulation*,⁶ *Corporate Sustainability Reporting Directive*⁷ en EU Taxonomy⁸ hebben ertoe geleid dat veel institutionele beleggers er aandacht voor (moeten) hebben. Daarnaast hebben de Nederlandse pensioenfondsen actief de onderwerpen “betaalbaarheid van woningen” en “duurzaamheid” opgepakt door het investeren in midden-huurwoningen te combineren met andere zaken rondom duurzaamheid.

Echter, slechts 10% van de Nederlandse vastgoedmarkt bestaat uit institutionele beleggers en het merendeel van de overige vastgoedbeleggers heeft het onderwerp duurzaamheid helaas nog niet volledig omarmd. Het zijn met name de particuliere beleggers die zich pas met het onderwerp bekend maken als de overheid maatregelen oplegt. Het zou voor veel particuliere investeerders nu namelijk te veel geld kosten. Er blijkt echter dat zelfs bij oplegging door de overheid naleving niet gegarandeerd is. Een recent voorbeeld is het invoeren van een minimaal energielabel C voor kantoorruimte. Dat begon eerst met de verhuur aan overheidsinstanties, maar met ingang van 1 januari 2023 geldt dit voor alle marktpartijen. Vooralsnog lijkt het een te grote opgave voor de Nederlandse overheid te zijn om dit alles te controleren, aangezien er nu al wordt gesproken over het uitblijven van handhaving.

Wellicht ook een bepalende factor is de beleggingshorizon van beleggers. Voor het structureel aanpakken van een aantal duurzaamheidsaspecten zijn forse investeringen vereist en niet alle investeerders hebben een voldoende lange beleggingshorizon om deze investeringen terug te verdienen (of dat is de gedachte van deze belegger). Taxateurs kunnen mogelijk een belangrijke rol spelen bij het verduurzamen van het vastgoed. Particuliere beleggers zouden wellicht wel over de streep worden getrokken

als taxateurs (toekomstige) duurzaamheidsuitgaven beter / explicieter zouden meenemen in hun waardebeoordeling. De fors gestegen energieprijzen nopen beleggers om te kijken naar besparingsmaatregelen zoals het installeren van zonnepanelen of een elektrische CV-ketel om maar van het gas af te komen. Ook hiervoor zijn steeds meer subsidies beschikbaar. Dus misschien dat er licht aan het einde van de tunnel is.

Kortom de totale vastgoedmarkt kan nog veel winnen op het gebied van duurzaamheid. Institutionele beleggers zijn koplopers of zelfs aanjagers hierin, maar veel particulieren lopen achter of zijn er niet direct mee bezig. Niet alleen onze generatie maar vast ook de volgende generaties zullen zeggen dat de Vastgoedsector duurzaamheid (nog) niet serieus neemt.

TOT SLOT: DE IMPACT VAN HEILIGE HUISJES?

De vastgoedwereld kenmerkt zich als een complexe wereld met vele stakeholders. Doordat elk persoon wel een vastgoed gebruiker of eigenaar is, is er een parallel te trekken met het Nederlands elftal. Nederland kent namelijk ook bijna 18 miljoen voetbal-experts en coaches. Wellicht hierdoor zijn er zoveel meningen over vastgoed en houden vele credo's, dogma's en veronderstellingen lang stand.

Het gevaar hiervan is dat op basis van de verkeerde veronderstellingen keuzes worden gemaakt. Het blijft dus van belang kritisch na te denken over bepaalde veronderstellingen en deze geregeld academisch en in de praktijk te laten toetsen. Zeker omdat de in dit artikel aan bod gekomen onderwerpen van kosten, illiquiditeitspremie, diversificatie, inflatiehedge, leverage gebruik en last but not least ESG voorbeelden zijn van redenen die doorslaggevend kunnen zijn om wel óf juist niet in vastgoed te beleggen.

De auteurs en de CFA Society Netherlands commissie vastgoed nodigen iedereen dan ook uit om op de LinkedIn-pagina van CFA Society Netherlands verdere discussie te voeren en informatie te delen.

Noten

- 1 Europese vereniging voor investeerders in niet-beursgenoteerde vastgoedvehikels.
- 2 Deze zaak dateert van 2007 en gaat over fraude met vastgoed van een ontwikkelaar en een pensioenfonds. Middels valse facturen werden grote bedragen toegekend aan onderaannemers makelaars die het geld moesten doorluizen naar de hoofdverdachte om daarna de buit ondeling te verdelen.
- 3 Global ESG Benchmark for Real Assets, www.gresb.com.
- 4 Carbon Risk Real Estate Monitor, www.crrem.eu/about-crrem.
- 5 Global Impact Investing Network, <https://thegiin.org/about>.
- 6 Informatie op www.eurosif.org/policies/sfdr/.
- 7 Artikel op www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20221107IPR49611/sustainable-economy-parliament-adopts-new-reporting-rules-for-multinationals#:~:text=The%20Corporate%20Sustainability%20Reporting%20Directive,their%20societal%20and%20environmental%20impact.
- 8 Informatie op https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en#:~:text=%E2%80%9CEU%20taxonomy%E2%80%9D-,What%20is%20the%20EU%20taxonomy%3F,implement%20the%20European%20green%20deal.

De invloed van inflatie op aandelen, obligaties en factoren

Guido Baltussen, Laurens Swinkels, Bart van Vliet en Pim van Vliet

Inflatie is een belangrijk thema voor beleggers. Een veel voorkomende vraag is dan ook wat de impact van inflatie op beleggingsrendementen is. Uit psychologische studies weten we dat door 'money illusion' veel beleggers in nominale termen denken, en voorbijgaan aan reële rendementen. Echter, periodes van hoge inflatie zijn relatief zeldzaam over de recente jaren; de meeste beleggers hadden hoge inflatie tot eind 2021 nog nooit meegemaakt. Om de impact van inflatie te bestuderen wordt er in de praktijk vaak verwezen naar de jaren zeventig, de meest recente periode van hoge inflatie. Dit is slechts één observatie en daarom minder geschikt om conclusies op te baseren. Gelukkig zijn er in het verleden nog meer periodes aan te wijzen met hoge inflatie. Daarnaast kan het goed mogelijk zijn dat er na een periode van hoge inflatie, een periode van deflatie komt. Dit motiveert ons om in dit artikel een diepgaande analyse te doen naar de invloed van inflatie op de rendementen van aandelen en obligaties, maar ook op het rendement van de factoren Waarde, Momentum, Laag-risico, en Kwaliteit.

In dit artikel vatten we de belangrijkste conclusies samen uit onze studie 'Investing in deflation, inflation and stagflation regimes' die later dit jaar in de Financial Analysts Journal verschijnt (Baltussen et al., 2023). Om beleggingsrendementen zo goed mogelijk te analyseren, maken we gebruik van een uitgebreide historische database die begint in 1875 en alle belangrijke beleggingscategorieën en factorpremies omvat. Daarnaast vertalen we deze studie naar de huidige context, waarbij we factor beleggen vergelijken met marktwaarde gewogen passief beleggen.

De belangrijkste conclusies zijn als volgt. Ten eerste worden de hoogste nominale en reële rendementen voor beleggingscategorieën als aandelen, obligaties en liquiditeiten behaald in gematigde inflatiescenario's. Ten tweede zijn nominale rendementen laag tijdens deflatieperiodes, maar zijn reële rendementen aantrekkelijk. Ten derde zijn de reële rendementen van aandelen en obligaties negatief tijdens periodes van hoge inflatie. Ten vierde zijn tijdens deze 'slechte tijden' de factorpremies positief, wat helpt om een deel van de reële kapitaalverliezen te compenseren. Ten vijfde vinden we dat portefeuille-

Guido Baltussen
Head of Factor Investing en Co-Head
Quant Fixed Income bij Robeco,
Professor in Financial Markets op de
Erasmus University Rotterdam



Laurens Swinkels
Head of Quant Strategy Sustainable
Multi-Asset Solutions bij Robeco,
Associate Professor of Finance bij
Erasmus Universiteit Rotterdam



Bart van Vliet
Manager Client Reporting bij
Robeco, PhD kandidaat op
de Erasmus University Rotterdam



Pim van Vliet
Head of Conservative Equities en
Chief Quant Strategist bij Robeco



managers beter af zijn met een vaste gebalanceerde combinatie van factoren dan met een dynamische rotatie tussen factoren op basis van inflatie. Ten zesde kunnen we, in tegenstelling tot de gangbare veronderstelling onder beleggers, niet concluderen dat Waarde-strategieën een hoger rendement bieden in tijden van hogere inflatie, maar vinden we juist dat deze factor robuuste performance laat zien over verschillende inflatieperiodes.

Hoge inflatie is altijd een zorg geweest voor beleggers, maar inflatie is lange termijn zeer stabiel geweest rond twee procent en heeft in de periode 1990-2020 nooit de vier procent overschreden. Beleggers waren gewend geraakt aan lage en stabiele inflatie waarbij de reële rendementen dicht bij de nominale rendementen lagen. De sterke wereldwijde stijging van de consumentenprijsinflatie na de Coronacrisis van 2020 heeft echter belangrijke vragen opgeworpen over de impact van inflatie op beleggingsrendementen. Gerelateerd hieraan volgt deflatie vaak op periodes van hoge inflatie. Een belangrijke vraag is dus hoe aandelen-, obligatie- en factorstijlstrategieën zich gedragen in verschillende inflatieperiodes, zoals van deflatie of hoge inflatie?

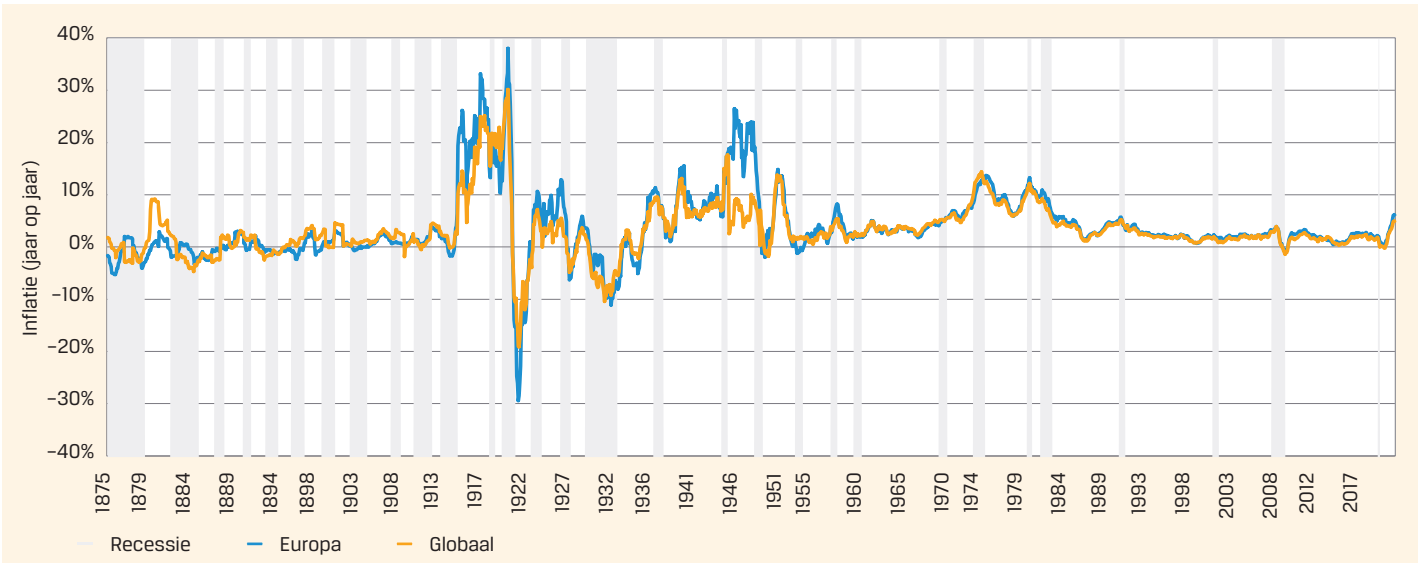
In het onderzoek naar de gevoeligheid van beleggingsrendementen voor inflatie, zijn er twee belangrijke uitdagingen. Ten eerste zijn er de afgelopen vijftig jaar weinig periodes geweest met verhoogde inflatie. Ten tweede toont het beperken tot alleen traditionele beleggingscategorieën niet het volledige potentieel van assetallocatie. Door ook factor premies mee te nemen kan de impact van economische schokken beter worden geanalyseerd in een brede portefeuille context. Om deze punten te adresseren hebben we een viertal historische databases samengevoegd en gekoppeld aan inflatiedata over een lange periode. Voor beleggingscategorieën hebben we wereldwijde dataseries voor aandelen-, obligaties- en kasrendementen genomen. Deze vullen we aan met factorpremie's, tegenwoordig een belangrijke input in strategische asset allocaties. We kijken naar de volgende vier factorpremie's voor aandelen en obligaties: Waarde, Momentum, Laag-risico en Kwaliteit (voor aandelen) of Carry (voor obligaties).

BIJNA 150 JAAR GESCHIEDENIS VAN INFLATIE EN DEFLATIE

Figuur 1 geeft de inflatiecyclus weer over onze historische data set van 147 jaar, waarbij de grijze balken recessies aangeven. Meer details over de databronnen zijn te vinden in Baltussen et al. (2023). De blauwe lijn geeft Europese inflatie weer (berekend uit Duitse, Franse en Engelse inflatie getallen) en de oranje lijn wereldwijde inflatie.¹

Enkele constatering zijn het vermelden waard. Ten eerste is de inflatieontwikkeling in Europa en de wereldwijde inflatie zeer vergelijkbaar. Hoge (lage) inflatie in Europa valt samen met hoge (lage) inflatie wereldwijd. Daarom richten we ons in onze analyse voornamelijk op wereldwijde inflatie met de opmerking dat onze resultaten zeer vergelijkbaar zijn voor Europese inflatie. Wereldwijde inflatie is opgebouwd als de gemiddelde inflatie over de belangrijkste markten: de VS, de UK, Duitsland, Frankrijk en Japan. Ten tweede varieert de inflatie aanzienlijk door de tijd, met verschillende periodes van hoge inflatie – zoals rond de jaren 1880, na de Eerste Wereldoorlog en uitbraak van de Spaanse Griep (1918-1919, rond de Tweede Wereldoorlog, tijdens de jaren 1970 en meer recent in 2022- maar ook periodes van deflatie – typisch na periodes van hoge inflatie (vooral vóór de Tweede Wereldoorlog). Hoge inflatie wordt typisch veroorzaakt door een sterke toename van de vraag en/of beperkingen van het aanbod. Ten derde is de inflatie volatieler in de periode vóór de jaren 1970, die grotendeels werd gedomineerd door de koppeling van valuta aan goud of zilver. Hoge inflatieperiodes in tijden van de gouden standaard komen overeen met tijden waarin de convertibiliteit naar goud werd opgeschort, waarna de convertibiliteit werd hersteld en de prijzen weer daalden naar de oorspronkelijke niveaus. Voor de wereldwijde inflatie vertoont de periode tot 1900 één kortstondige piek tot 10%, maar was gemiddeld deflatoir. De periode daarna tot aan de Eerste Wereldoorlog vertoont milde positieve inflatie van gemiddeld rond de 3%. De periode tussen beide Wereldoorlogen was deflatoir. Na de Tweede Wereldoorlog waren de jaren 1970 en begin jaren 1980

Figuur 1
Jaarlijkse inflatie



Tabel 1
Wereldwijde inflatie scenario's

Inflatie scenario	1992-2021	1950-2021	1875-2021
<0%	0.9	1.6	23.1
0-2%	20.3	25.5	42.9
2-4%	8.6	22.7	34.9
>4%	0.3	22.3	46.1
All	30.0	72.0	147.0

periodes met hoge en aanhoudende inflatie. We kunnen vaststellen dat de inflatie in de loop van de tijd varieerde en bestaat uit periodes van deflatie, gematigde inflatie en hoge inflatie.

Tabel 1 geeft een samenvatting van de verdeling van de wereldwijde inflatie over de steekproef verdeeld over verschillende subperiodes. We classificeren de wereldwijde inflatie in vier inflatiescenario's: (1) onder de 0%, of deflatie, (2) tussen 0% en het doel van centrale banken 2%, (3) een lichte inflatie-overschrijding, tussen 2% en 4% (wat een zorg was voor beleggers begin 2021), en (4) een hoge inflatie, boven 4% (de huidige zorg van vele beleggers).

Over de gehele steekproefperiode waren er circa 23 jaren van deflatie en 46 jaren met inflatie van meer dan 4%. De analyse over subperiodes toont ook aan dat het onderzoeken van de meest recente 30 jaar niet veel informatie oplevert over deflatoire of inflatoire periodes, aangezien de inflatie bijna altijd in het bereik van 0% tot 4% lag. Het toevoegen van de jaren 1970 levert een periode van hoge inflatie op. Het is belangrijk om ook de jaren 1930 op te nemen om een aanzienlijk aantal deflatoire periodes te hebben. Door de steekproef uit te breiden tot 1875 neemt het aantal jaren met hoge inflatie en met deflatie juist toe. Daarom geeft het uitbreiden van de periode tot 1875 ons inziens de meest betrouwbaardere beoordeling van wat beleggers kunnen verwachten tijdens periodes van deflatie of hoge inflatie. Als tegenargument kan aangevoerd worden dat periodes verder in het verleden minder representatief zouden zijn voor de huidige marktomstandigheden. We delen deze conclusie gedeeltelijk, maar geloven dat voor minder frequente omstandigheden als deflatie of hoge inflatie juist een lange steekproef benodigd is voor het kunnen trekken van een betrouwbare conclusie. Daarnaast blijkt uit studies dat inflatie ook een zorg was voor beleggers in het begin van onze steekproef en is de constante factor in financiële markten de mens die de beleggingsbeslissing maakt. Uit veel behavioral finance onderzoek blijkt dat de manier waarop mensen beslissingen maken ‘vastligt’ in onze genen en neurologische processen, welke nauwelijks veranderen over de loop van jaren of zelfs eeuwen (zie bijvoorbeeld Kahneman, 2011).

RENDEMENTEN BELEGGENSCATEGORIEËN PER INFLATIESCENARIO

We beginnen onze analyse door het lange termijn bewijs te onderzoeken voor de nominale rendementen van wereldwijde activaklassen en factoren. Tabel 2 bevat de gemiddelde rendementen op wereldwijde aandelen, wereldwijde (valuta-afgedekte) overheidsobligaties, kasgeld (sparen) en een 60/40 aandelen-obligatiecombinatie over de lange termijn steekproef van 1875 tot 2021, evenals verschillende deelsteekproeven die later beginnen. We nemen deze kortere deelsteekproeven op omdat mensen die vinden dat de recente geschiedenis meer representatief is voor de toekomst mogelijk geïnteresseerd zijn in recentere deelsteekproeven, ook al bevatten deze minder krachtige informatie over inflatoire scenario's.

Tabel 2
Lange-termijn nominale rendementen wereldwijde beleggingscategorieën

	1992 2021	1950 2021	1875 2021
Aandelen	8,9	12,1	8,4
Obligaties	5,4	5,6	4,5
Kasgeld	2,3	4,0	3,4
60/40	7,5	9,5	6,8

Tabel 2 laat zien dat wereldwijde passieve aandelenbeleggers op de lange termijn zijn beloond met een aantrekkelijk gemiddeld nominaal rendement van 8,4% per jaar. Voor de subperiodes die later beginnen, zijn de gemiddelde rendementen ook consistent positief, variërend van 8,9% (1992-2021) tot 12,1% (1950-2021) per jaar. De rendementen op passieve wereldwijde (valuta afgedekte) overheidsobligaties zijn aanzienlijk lager dan de rendementen die behaald werden op de wereldwijde aandelenmarkten van gemiddeld 4,5% per jaar. Dit is in

Tabel 3
Rendementen beleggingscategorieën per inflatie scenario

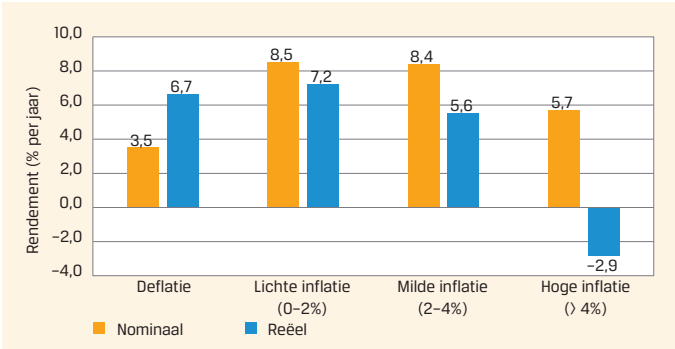
	Inflatie scenario				
	All	< 0%	0-2%	2-4%	> 4%
Jaren	147	23,1	42,9	34,9	46,1
Kans (%)	100	15,7	29,2	23,7	31,4
Inflatie (%)	3,2	-3,1	1,2	2,8	8,5
Panel A: Nominale rendementen					
Aandelen	8,4	2,4	11,1	11,0	6,9
Obligaties	4,5	5,2	4,7	4,5	3,9
Kasgeld	3,4	2,8	2,7	3,4	4,2
60/40	6,8	3,5	8,5	8,4	5,7
Panel B: Reële rendementen					
Aandelen	5,1	5,5	9,8	8,2	-1,7
Obligaties	1,2	8,4	3,4	1,6	-4,6
Kasgeld	0,1	5,9	1,5	0,5	-4,3
60/40	3,5	6,7	7,2	5,6	-2,9

vergelijking met een gemiddeld rendement op kasgeld van 3,4% per jaar. Daarom bedraagt de wereldwijde obligatie-premie 1,1% per jaar over de volledige periode. Ter vergelijking, de wereldwijde inflatie was gemiddeld 3,2% per jaar (zie tabel 3) over dezelfde periode.

Vervolgens onderzoeken we de prestaties van activaklassen over vier inflatie scenario's die eerder zijn gedefinieerd. Tabel 3 bevat de nominale en reële rendementen van deze activaklassen en een multi-asset portefeuille die bestaat uit 60% aandelen en 40% obligaties.

De twee tussenliggende scenario's, met een positieve inflatie net onder de huidige centrale bankdoelstellingen van 2%, en een lichte overschrijding van die doelstellingen tot 4%, zijn beide goed voor aandelen en obligaties. De nominale rendementen op aandelen bedragen 11,0%, ruim boven hun lange-termijn gemiddelde, en nominale rendementen op obligaties liggen in lijn met hun lange-termijn gemiddelde. In reële termen zijn rendementen op deze beleggingscategorieën ook goed, waarbij het 0-2% -scenario zelfs iets beter is met een reël rendement van 9,8% voor aandelen en 3,4% voor obligaties. Het reële rende-ment op de multi-asset portefeuille is respectievelijk 7,2% en 5,6% per jaar voor de inflatie-scenario's van 0-2% en 2%-4%. Met andere woorden, positieve maar lage consumentenprijs-stijgingen zijn goed voor zowel nominale als reële rendementen.

Figuur 2
Nominale en reële rendement per inflatie scenario, 1875-2021



Figuur 2 vat deze inzichten samen door het gemiddelde nominale en reële jaarlijkse rendement op de multi-asset portefeuille over de inflatie scenario's weer te geven. Inflatie net onder of boven het inflatiedoel van 2% is goed voor beleggers in zowel nominale als reële termen. Deflatie is relatief slecht voor nominale rendementen, maar goed in reële termen. Nominale rendementen tijdens periodes met hoge inflatie lijken redelijk, maar zijn in reële termen duidelijk negatief en ver onder reële rendementsverwachtingen van veel beleggers die vaak rond de 3% liggen. Al met al variëren de aandelen- en obligatiepremies aanzienlijk over de inflatiescenario's in nominale en vooral reële termen. Aandelen en obligaties leveren gemiddeld lagere nominale rendementen op tijdens periodes van hoge inflatie, wat leidt tot negatieve reële rendementen.

FACTOR PREMIES IN DE VERSCHILLENDE INFLATIESCENARIO'S

Hoe presteren aandelen en obligatiefactorpremies over inflatie-scenario's? In Tabel 4 analyseren we eerst de rendementen van de vier factoren over de steekproefperiode. Voor factor premies gebruiken we de data uit twee belangrijke studies die aandelen-, en obligatie- factorpremies construeren tot aan de 19e eeuw, die we bijwerken tot het einde van 2021 (Baltussen, Martens, Penninga, 2022, Baltussen, Van Vliet, Van Vliet, 2022). Sommige van deze factorrendementsseries beginnen al in 1800, maar de beschikbaarheid van maandelijkse wereldwijde inflatie-series beperkt het begin van onze steekproef tot 1875. Voor deze analyse gebruiken we rendementsschattingen voor een belegger die niet short kan gaan – de meest voorkomende benadering in de praktijk vooral onder Nederlandse beleggers. Verder houdt onze analyse ook geen rekening met transactie- en beheerkosten.

De vier belangrijkste aandelenfactoren (Panel A) hebben een sterk en statistisch significant rendement hebben over de lange termijn, met gemiddelde rendementen variërend tussen 9,7% (Kwaliteit) tot 11,9% (Momentum). De multi-factor strategie, die is opgebouwd uit een gelijk gewogen combinatie van de individuele factoren, laat een robuuste en significante perfor-mance zien over elke subperiode. Belangrijker, deze factor ren-dementen liggen ook structureel boven de rendementen op de aandelenmarkt (als samengevat in Tabel 2). Dit geeft aan dat aandelen factoren structureel extra rendementen ten opzichte van passieve aandelenbeleggingen realiseren.

De vier obligatiefactoren tonen ook een sterk en statistisch significant rendement over de lange termijn. Kwaliteit (Carry) heeft het hoogste rendement in elke deelperiode en toont 8,2% rendement over de lange termijn. De multi-factor obligatie strategie laat ook een robuuste en significante performance zien over elke deelperiode. Ook deze factor rendementen liggen structureel boven de rendementen op de obligatiemarkt. Dit

Tabel 4
Rendementen van factoren in aandelen- en obligatiemarkten

	1992-2021	1950-2021	1875-2021
Panel A: Aandelen factoren			
Waarde	9,7	13,8	10,2
Momentum	11,6	16,2	11,9
Laag-risico	12,1	15,6	11,7
Kwaliteit	10,5	13,6	9,7
Multi-factor aandelen	11,0	14,8	11,0
Aandelenmarkt passief	8,9	12,1	8,4
Panel B: Obligatie factoren			
Waarde	5,8	7,6	5,7
Momentum	6,6	6,9	6,5
Laag-risico	5,9	7,8	6,7
Kwaliteit (carry)	8,2	9,6	8,2
Multi-factor obligaties	6,6	8,0	6,8
Obligatiemarkt passief	5,4	5,6	4,5

geeft aan dat ook obligaties factoren structureel extra rendementen ten opzichte van passieve obligatiebeleggingen.

Steeds meer beleggers alloceren naar verschillende factoren bij hun strategische assetallocatie. Het is daarom interessant om de variatie in factorpremies over inflatiescenario's te onderzoeken. Tabel 5 toont de nominale factorrendementen voor elk van de vier inflatiescenario's voor zowel de aandelen (Panel A) als obligaties (Panel B) factor portefeuilles. Interessant genoeg lijkt de toegevoegde waarde van factoren niet sterk afhankelijk te zijn van het niveau van inflatie, in tegenstelling tot de rendementen van beleggingscategorieën. We zien dat voor elke aandelen- en obligatiefactorportefeuille de gemiddelde rendementen in elke inflatiescenario boven die van de passieve belegging liggen. Kortom, factoren in aandelen en obligaties geven een robuuste en consistente toegevoegde waarde over inflatiescenario's. Dit geldt ook voor de aandelen Waarde factor, welk ongeveer dezelfde toevoegde waarde heeft ten opzichte van een passieve aandelenbelegging over elke inflatiescenario. Dit is in tegenstelling tot de populaire veronderstelling in de praktijk dat aandelen Waarde-strategieën een hoger rendement bieden in tijden van hogere inflatie.

Tabel 5
Nominale factoren over inflatiescenario's

	Inflatie scenario				
	Alle	< 0%	0-2%	2-4%	> 4%
Jaren	147	23,1	42,9	34,9	46,1
Kans (%)	100	15,7	29,2	23,7	31,4
Inflatie (%)	3,2	-3,1	1,2	2,8	8,5
Panel A: Aandelen factoren					
Waarde	10,2	4,5	12,6	12,2	9,2
Momentum	11,9	5,4	14,2	14,7	10,8
Laag-risico	11,7	5,9	14,8	13,7	10,0
Kwaliteit	9,7	4,2	12,8	12,1	7,9
Multi-factor aandelen	11,0	5,4	13,7	13,3	9,6
Aandelen passief	8,4	2,4	11,1	11,0	6,9
Panel B: Obligatie factoren					
Waarde	5,7	5,6	5,7	5,0	6,3
Momentum	6,5	8,0	7,2	7,5	4,1
Laag-risico	6,7	10,4	5,8	6,0	6,8
Kwaliteit (Carry)	8,2	9,1	8,6	8,8	7,0
Multi-factor obligaties	6,8	7,9	7,1	7,0	5,9
Obligaties passief	4,5	5,2	4,7	4,5	3,9

Tabel 6 bevestigt dit beeld voor reële rendementen. De multi-factor aandelenportefeuille leverde zelfs positieve gemiddelde reële rendementen over hoog inflatie scenario's. Reële rendementen voor de obligatiefactorportefeuilles zijn negatief in de hoog inflatie scenario's, maar wel materieel (circa 2,0%) boven de -4,6% voor de passieve obligatie portfolio. Ook zien we dat variatie in rendementen meer stabiel zijn voor de multi-factor portefeuilles. Variaties tussen inflatiescenario's zijn op indivi-

dueel factorniveau enigszins hoger, maar blijven ook dicht bij hun lange-termijn gemiddelden. De consequentie hiervan is dat portefeuillemanagers beter af zijn met een gebalanceerde blootstelling tot meerdere factoren dan met een dynamische rotatie tussen factoren op basis van inflatie.

Tabel 6
Reële rendementen van aandelen- en obligatiefactoren over inflatie scenario's

	Inflatie scenario				
	Alle	< 0%	0-2%	2-4%	> 4%
Panel A: Aandelen factoren					
Waarde	7,0	7,6	11,4	9,4	0,7
Momentum	8,7	8,5	13,0	11,9	2,3
Laag-risico	8,5	9,0	13,6	10,9	1,5
Kwaliteit	6,5	7,3	11,6	9,3	-0,6
Multi-factor aandelen	7,8	8,5	12,5	13,5	1,1
Aandelen passief	5,1	5,5	9,8	8,2	-1,7
Panel B: Obligatie factoren					
Waarde	2,5	8,7	4,5	2,2	-2,2
Momentum	3,3	11,1	6,0	4,7	-4,4
Laag-risico	3,5	13,5	4,6	3,2	-1,7
Kwaliteit (Carry)	5,0	12,2	7,4	6,0	-1,5
Multi-factor obligaties	3,6	11,0	5,9	4,2	-2,6
Obligaties passief	1,2	8,4	3,4	1,6	-4,6

Onze resultaten zijn ruwweg consistent met een andere recent verschenen studie van Neville et al. (2021) die een kortere steekproef (vanaf 1926) gebruikt en slechts twee inflatiescenario's onderscheidt (boven of onder 5%). Zij benadrukken dat momentum een van de beste factoren is tijdens inflatoire regimes. Wij vinden dat factoren vrij consistent zijn over inflatiescenario's, en kijken niet alleen naar aandelenmarkten maar ook naar obligatiemarkten. Verder laten onze resultaten zien dat aandelenmomentum altijd een erg goede factor is, ook buiten hoge inflatieperiodes, en dat een combinatie van factoren een robuuster resultaat geeft dan de focus op één specifieke factor.

CONCLUSIES

Beleggingsrendementen variëren aanzienlijk over verschillende inflatiescenario's. Deflatoire en matige inflatoire omstandigheden bieden over het algemeen positieve nominale en reële rendementen voor aandelen en obligaties. Vooral reële rendementen zijn ongunstig in periodes van hoge inflatie. Voor beleggers zijn tijden van hoge inflatie daarom het meest uitdagend. Tijdens deze uitdagende tijden lijken Waarde, Momentum, Laag-risico en Kwaliteit factor premies waardevolle toevoegingen aan beleggingsportefeuilles, omdat ze redelijk constant zijn over inflatiescenario's. Deze factoren helpen dus om de pijn te verlichten tijdens uitdagende tijden en compenseren zo een deel van de negatieve impact van hoge inflatie.

Wat betekenen bovenstaande bevindingen voor de belegger anno 2023? Inflatie was voor de meeste beleggers een onbekend fenomeen tot eind 2021. De sterke wereldwijde stijging van de consumentenprijsinflatie na de Coronacrisis heeft ons sinds lange tijd weer doen kennismaken met hoge inflatie. We zien een aantal belangrijke implicaties van deze studie voor de belegger anno 2023. Ten eerste zijn hoge inflatiescenario's het grootste risico voor beleggers, waar spreiding buiten passieve aandelen en obligatiebeleggingen nodig lijkt om een positief reëel rendement te genereren. Ten tweede vinden we dat in het verleden na periodes van hoge inflatie periodes van deflatie volgen, waar beleggers nu dus ook rekening mee moeten houden in de positionering van hun portefeuilles. Ten derde, lijkt het spreiden over factorpremies in aandelen en obligaties effectiever dan proberen factoren te roteren op basis van de verwachte inflatie omdat factorpremies robuust zijn over inflatiescenario's.

Literatuur

- Baltussen, G., Martens, M., en Penninga (2022) "Factor investing in sovereign bond markets: deep sample evidence", *Journal of Portfolio Management* 48(2), 209-225.
- Baltussen, G., Swinkels, L., Van Vliet, B., and Van Vliet, P. (2023) "Investing in deflation, inflation, and stagflation regimes", *Financial Analysts Journal*.
- Baltussen, G., Swinkels, L., en Van Vliet, P. (2021) "Global factor premiums", *Journal of Financial Economics* 142(3), 1128-1154.
- Baltussen, G., Van Vliet, B., en Van Vliet, P. (2022) "The cross-section of stock returns before 1926 (and beyond)", SSRN Working Paper 3969743.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Farrar, Straus and Giroux.
- Neville, H., Draaisma, T., Funnell, B., Harvey, C., en Van Hemert, O. (2021) "The best strategies for inflationary times", *Journal of Portfolio Management* 47(8), 8-37.

Noot

- 1 We sluiten periodes van hyperinflatie uit op basis van een algemeen geaccepteerd ex ante criterium, zie Baltussen, Swinkels en Van Vliet (2021).

Too many fairy tales in finance

By Ronald Kok

We spoke with Dr. Hsu about a few persistent myths and dogmas present in modern finance. Much of Dr. Hsu's early career focused on US markets (for example, his research on fundamental indexation¹ and option strategies).² In this interview, we take a wider view of the often-imperfect world of finance. Dr. Hsu maintains that the financial world is largely a sales-driven industry where people are often lured into investments by stories that are too good to be true. In this interview, we highlight a few of these imperfections.

For investors, the industry is still dominated by practices that are suboptimal for generating wealth. According to Dr. Hsu, investors should broaden their view and consider more progressive approaches to investing by looking outside the classical paradigms and avoid the influence of marketing. In this discussion, Dr. Hsu highlights the most persistent fairy tales in investing.

Here are a few of the myths that we discussed:

- Classic academic research: CAPM and efficient markets
- ESG's promise
- Global investing
- Working back tests
- Low beta
- Small Caps
- Cap-weighted indices (or capitalization-weighted)

WORKING CAPM IS A MASSIVE FAIRY TALE

Most of the financial academic research is based on US data. But still, much of this research seems to dominate the global financial world; for example, take the Capital Asset Pricing Model (CAPM). CAPM is largely based on US data. Is it fair to apply this model globally?

Dr. Hsu: It is indeed correct that CAPM is largely based on US data. In fact, most of the financial academic research is based on US data. And it can sometimes be difficult to apply US research to emerging markets. Using China as an example, it is very common for mainland-listed firms to be engaged in aggressive earnings smoothing. Listing regulations in China actually penalize firms for losing money. So, most firms tend to aggressively under-report earnings in order to build up a rainy-day reserve for years of underperformance. So this means comparing the US standards with the Chinese ones is quickly comparing apples with oranges.

Referring to CAPM, the idea of having a risk-free rate is obviously a fairy tale. In my prior research, I have applied CAPM and was not successful in finding a country where



Dr. Jason Hsu holds many positions in the financial world.

He is widely known for his academic research and ground-breaking work in smart beta, co-inventing the fundamental index with Robert Arnott. Today, Dr. Hsu is founder and CIO of Rayliant Global Advisors³, a firm that specializes in emerging markets – with a particular focus on China.

Recognition for Dr. Hsu's work includes 3 JPM Fabozzi-Bernstein Awards, 3 CFA Institute Graham and Dodd Awards, 3 William Sharpe Awards, and recognition as a 2010 Rising Star in Hedge Funds. He has published over 50 journal articles and has contributed to nine handbooks in finance and economics.

Dr. Hsu also received an Outstanding Service Award from UCLA's Anderson School of Management in 2009, where he serves as professor of finance (along with visiting professorships at UC Irvine, National Taiwan Chengchi University, Kyoto University and Tsinghua University).

In addition to serving as a professor at the UCLA Anderson School of Management, Dr. Hsu also sits on the Board of Advisors and was previously co-founder and CIO of Research Affiliates, a 140B+ quant manager. Dr. Hsu also sits on the editorial board of *Journal of Portfolio Management* and has held similar roles at other notable publications including *Journal of Investment Management* and *Journal of Index Investing*.

CAPM could have worked at all. There is a huge disconnect between research findings and the model. Of course, many finance professors are not billionaires even if they know a lot about markets. They state that it is very hard to find alpha in financial markets. Also, most of the research is centered on efficient markets – so their stance is “why even bother trying to outperform.” This is in sharp contrast with the industry and, despite this, the academics still focus their research around a belief in market efficiency each day.

GLOBAL INVESTING NOT STRAIGHT FORWARD

But the world is not exclusively efficient markets. The truth is somewhere in between – especially in Asian markets where we see more opportunities to capture alpha because of the much higher retail investor participation.

ESG: A ONE-SIDED STORY

ESG plays an increasingly important role in finance. For investors, it is very hard to judge which ESG funds achieve their intended objectives. These days almost all funds seem to be ESG-focused. Many outsiders call this practice ‘greenwashing’ or freeriding. What is your view on this trend that seems to be so prevalent in the industry?

Dr. Hsu: This is a real struggle for investors. The current ESG thinking is, in my view, aggressive and shortsighted. It is simply unfair to say from a distance that one company is okay regarding ESG and that another is not. This is especially true in emerging markets, or “EM”, where the real differences are much bigger. Nowadays, ESG investing in EM is more of a 1-sided view rather than a collaboration between two parties. Top down ESG approaches may fail to achieve much of their intended objectives.

GLOBAL INVESTING NOT THAT EASY

Being invested globally is one of the essential ‘must dos’ for diversification in investor portfolios. Can investors use the developed markets investment models when investing in China and EM? Is investing globally really that simple?

Dr. Hsu: No, unfortunately not. That’s a fairy tale, too. Investors cannot simply apply the Western-style approach to asset management in every global market. The differences in accounting practices are one factor that play a role. It is also crucial to have an understanding of what drives investor behavior in these markets. Buying an EM ETF is not enough to access the full potential of these markets. Take the MSCI ACWI equity index: in this index, Apple has a higher weight than the total of China’s weight. In many cases, passive funds do not make sense for investors.

CRAZY BACK TESTS ARE EASIER TO SELL

Almost every mutual fund shows a working attractive back test. Of course, they want the product to sell. But in practice, we often see “variations from the back test”. How do you see that?

Dr. Hsu: Yes, what you’re saying is very much true. Back tests with the most reliable results usually have boring models and hardly ever get funded. But investment products constructed from the craziest ideas and least reliable back tests garner media attention and therefore attract investors). It’s remarkable – but it’s probably because they are easier to sell. I also feel that quants have a much lower likelihood that their research will get published or have a product created around it if their model is boring – even if the back test is more reliable.

It seems the financial world is always on the hunt for exotic extremes that disregard reality. So, the best quants are not rewarded for solid research. In the US, we have over 60.000 active funds. The ones that stand out and get the most media attention are the ones rooted in risky methodologies and may only invest in a handful of stocks. With these products, there are only 2 outcomes: they will either perform very well or very bad.

CRAZY BACK TESTS GET MOST ATTENTION

Sensible managers with well-diversified portfolios hardly stand out, then fail to generate AUM and therefore struggle to survive. Often times, track records are nearly as unstable as back tests. This is not to suggest the back tests were somehow disingenuous. But they simply can’t be replicated. Often times, extreme gambles turn out to be irreplicable luck.

LOW BETA IS A FAIRY TALE

In the last year, we saw interest increase in so-called low vol strategies that depend on the consistency of low betas. But in practice, especially with market crashes, betas are far from stable.

Dr. Hsu: Indeed, low vol strategies are fairy tales because of the inconsistency of betas. The idea of having stable betas is fine for the input of the models. But in practice, they are far from stable. So, the fund managers depend on their models way too much – most of which simply depend on unstable factors (like betas, stationarity, homogeneity over time, etc.).

SMALL CAPS WON'T GIVE YOU A "FREE LUNCH"

Most researchers say that the smaller the company the higher the risk, the higher the return. Therefore, the Small Cap premium exists. But do you really experience that in practice?

Dr. Hsu: No, we don’t find a premium on smaller companies. The existing research surrounding a premium on small caps can be mostly attributed to data errors. But what we do see is that

when you combine small caps with value strategies, we tend to see more positive results. This is partly because of the lower liquidity of small caps. So, a factor like value can work better with smaller companies.

CAP-WEIGHTED INDICES ARE SUBOPTIMAL

Much of the impressive work from you and Robert Arnott underlines the benefits of fundamental weighting versus capitalization weighting⁴. The concept of distributing weights – or even equal-weighting across a much broader basket of stocks versus putting higher weights in just a handful of stocks – sounds very logical. But nowadays, this idea is still far from dominant. How could you explain this?

Dr. Hsu: Yes, equal weighting makes so much sense. It’s much closer to proper diversification than capitalization-weighted approaches. If you look at the Herfindahl score⁵ of a common market cap-weighted strategy, you will notice it is usually only comprised of a handful of stocks, which does not provide nearly enough diversification to have a meaningful impact on an investor’s portfolio.

STILL SEARCHING FOR A WORKING CAPM

Look at the recent market crash of the S&P 500, where the index was pulled down by just a few big tech stocks. In some geographies this can be even more pronounced. The Taiwan Index for example, is dominated by just a single stock as Taiwan Semiconductor accounts for almost 75% of the weight. Or if you look at Samsung’s weight in South Korea’s index.

A common view in finance is that you only need 25 or 30 stocks to lower your portfolio’s risk. Do you agree with that?

Dr. Hsu: Yes, that sounds very fair to me. But of course, here again, please make sure you weight them equally.

Dr. Hsu sees much to improve in the world of finance – but that’s nothing new. And despite his critiques, Dr. Hsu is an optimist. As emerging markets continue their rise to prominence, he believes we will re-examine ESG and traditional financial models in ways that appropriately reflect these unique markets. And with principled practice (and rigorous research), Dr. Hsu is convinced the financial services industry will ultimately fulfill its beneficial purpose in society despite the negative influence of marketing and greed. We hope he is right!

Notes

- 1 See for example R.D. Arnott, J.C. Hsu and P. Moore, 2005, Fundamental Indexation, Financial Analysts Journal, vol. 61 nr 2: 83-99.
- 2 See a summary on the CFA Institute website: <https://www.cfainstitute.org/en/research/cfa-digest/2016/01/option-writing-strategies-in-a-low-volatility-framework-digest-summary>
- 3 https://rayliant.com/dt_team/jason-hsu/
- 4 See for example M. Aked, V. Kalesnik, E. Kose, P. Lawton and M. Moroz, Equal-Weight and Fundamental-Weight Index Investing: A Comparison of Two Smart Beta Strategies, available via <https://www.researchaffiliates.com/content/dam/ra/publications/pdf/249-equal-weight-and-fundamental-weight-index-investing.pdf>
- 5 For a description of the Herfindahl-Hirschman Index, refer to <https://www.investopedia.com/terms/h/hhi.asp>

Lifelong learning for continuing relevance

MiFID II

Stay Compliant Program

New program 2023

for institutional **investment advisors**
and institutional **information providers**



We proudly present **our modules and valued teachers**

Sustainability

- Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) by **Masja Zandbergen** – Head of Sustainability Integration, Robeco
- Legal verdicts and impact international organisations by **Narina Mnatsakanian** – Head of Impact Investing, UBS Asset Management

Macroeconomics

- Macroeconomics by **Han de Jong** – Owner and Chief Economist, Crystal Clear Economics

Supervisory themes & pension schemes

- Pension schemes by **Jan Bonenkamp** – Expert Strategist, APG Asset Management

Financial integrity

- Financial integrity by **Maarten Rijssenbeek** – Partner I Forensic & Financial Crime, Deloitte

Private equity and direct real estate

- Private equity by **Arie Gravendeel** – Principal Portfolio Manager Private Equity, MN
- Direct real estate by **Ruud Weerts and Kes Brattinga** – Strategy & Research, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

If you would like to receive more information, please contact:

Anne-Marie Munnik • Executive Director • CFA Society Netherlands
annemarie.munnik@cfasociety.nl • +31 652 420 223



De lifecycle: 100 min leeftijd?

Gosse Alserda, Oliver Warren en Gerard Moerman

In het nieuwe pensioenstelsel gaan we naar een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Voor ieder leeftijdscohort moet het beleggingsbeleid worden vastgesteld, hieruit volgt het beleggingsbeleid over het leven: de lifecycle. Maar hoe komen we tot deze lifecycle? Een vuistregel die vaak genoemd wordt is dat de blootstelling naar zakelijke waarden gelijk moet zijn aan '100 min de leeftijd'. Oftewel, een jongere van 30 belegt 70% in zakelijke waarden en iemand van 70 belegt 30% in zakelijke waarden. In dit artikel vergelijken we deze vuistregel met een vaste 50/50 mix en een geoptimaliseerde lifecycle. Voegt de extra complexiteit van een optimalisatie voldoende waarde toe, of volstaat een van de eenvoudigere lifecycles?

De twee belangrijkste elementen die moeten worden vastgesteld in een lifecycle zijn de blootstelling naar zakelijke waarden en de renteafdekking voor elke leeftijd. Hiervoor is het natuurlijk wel van belang hoe de zakelijke waarden en de renteafdekking worden ingevuld. In de solidaire premieregeling gaat de zakelijke waarden blootstelling via het overrendement en heeft ieder een blootstelling aan dezelfde 'overrendementsportefeuille', daarnaast wordt er een perfecte renteafdekking bijgeschreven, afhankelijk van de renteafdekking die van te voren is vastgesteld voor een leeftijdscohort.¹ In de flexibele premieregeling kan voor ieder leeftijdscohort apart een beleggingsmix worden vastgesteld. Maar ook hier is het vaak gewenst om de analyse te beperken tot de renteafdekking en een of twee overrendementsportefeuilles om complexiteit te beperken. In een eerder artikel² keken we naar de gewenste renteafdekking in de lifecycle, in dit artikel beperken we ons tot de blootstelling naar zakelijke waarden (overrendement).

Voor de blootstelling naar zakelijke waarden in de lifecycle wordt vaak '100 min leeftijd' aangehaald (bijv. Bodie & Crane, 1997).

Het idee hierachter volgt uit de ontwikkeling van menselijk kapitaal over het leven. Mensen hebben zowel menselijk kapitaal (toekomstig verdienvermogen) als financieel kapitaal (bijvoorbeeld het opgebouwde pensioenvermogen). Als iemand ouder wordt neemt normaal gesproken zijn menselijk kapitaal af, terwijl het financieel kapitaal toeneemt. In dit geval moet bij het ouder worden steeds minder risico genomen worden binnen het financieel kapitaal, zodat de totale blootstelling naar risico's zoveel mogelijk gelijk blijft over het leven (Bodie, Merton & Samuelson, 1992). De aanname hierbij is dat menselijk kapitaal minder risicovol is, of in ieder geval niet sterk samenhangt met financiële markten. Oftewel, een jong iemand heeft veel menselijk kapitaal (met weinig risico) en weinig financieel kapitaal. Om over het gehele kapitaal tot de gewenste mate van risico te komen moet dus relatief veel risico genomen worden binnen het menselijk kapitaal.³ Voor een oudere is dit precies omgekeerd. Dit is ook geïllustreerd in figuur 1. In deze figuur is het gewicht zakelijke waarden getoond binnen het financieel kapitaal om 25% blootstelling te geven over het totale kapitaal (menselijk + financieel kapitaal).

Gosse Alserda, PhD, CFA, CAIA, FRM
Senior Investment Strategist Aegon Asset Management



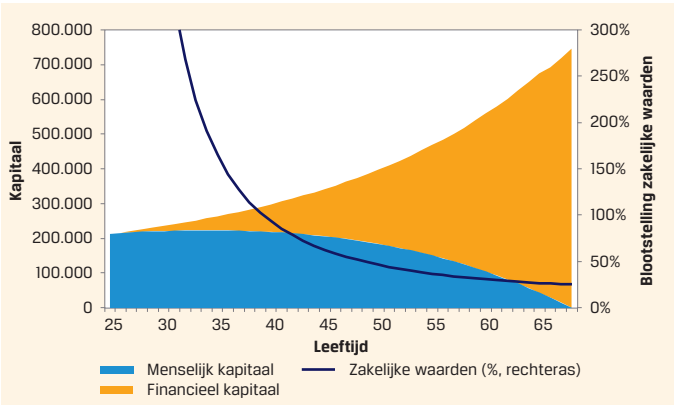
Oliver Warren, PhD, FIA
Senior Investment Solutions Consultant Aegon Asset Management



Gerard Moerman, PhD
European Head of Fiduciary Services and Investment Solutions Aegon Asset Management



Figuur 1
Menselijk en financieel kapitaal over het leven



Menselijk kapitaal op basis van verwachte toekomstige pensioenpremies, verdisconteerd naar huidige periode. Financieel kapitaal op basis van verwachte waarden in onze analyse.

Als deze blootstelling wordt aangehouden is de absolute blootstelling naar zakelijke waarden relatief constant over het leven. Hierdoor is er optimale diversificatie over tijd wat leidt tot een efficiënte risico-rendementsverhouding. Voor de jongsten zou dit echter een enorm hoge mate van leverage betekenen, omdat het financieel kapitaal – de noemer in de berekening – nog heel laag is. Dit is in de meeste gevallen ongewenst vanwege de kans op een negatief kapitaal, de negatieve impact van risico op het geometrisch rendement en/of de mogelijke impact op het draagvlak van de pensioenregeling. Om die reden is de maximale blootstelling veelal afgekapt op 200% – 300%. Voor deze studie hanteren we een afkapping op 300%.⁴

Overigens zijn er ook stromingen in de literatuur die het concept van de dalende blootstelling naar zakelijke waarden bekritisieren. Onder andere Arnott, Sherrerd & Wu (2013) beargumenteren

Risico van menselijk kapitaal

Een belangrijk aandachtspunt binnen de lifecycle theorie is hoe om te gaan met risico's binnen het menselijk kapitaal. Denk hierbij aan de kans op (langdurige) werkloosheid. Zo lang de kans op werkloosheid niet samenhangt met financiële markten dan is er voor een werkende geen impact op de optimale lifecycle. Voor mensen voor wie dit wel het geval is (bijvoorbeeld een beleggingsstrateeg) is de optimale allocatie naar zakelijke waarden normaal gesproken lager.

Voor deelnemers die stoppen met opbouwen binnen een regeling (de slapers) is de reden erg belangrijk. Indien ze in een andere regeling verder gaan met opbouwen hoeft dit geen gevolgen te hebben op de lifecycle als het nieuwe beleggingsbeleid min of meer aansluit bij de huidige lifecycle. Wanneer ze echter helemaal stoppen met werken – al dan niet vanwege arbeidsongeschiktheid – zorgt dit voor minder menselijk kapitaal en een minder risicovolle optimale mix. Dit is de reden waarom binnen de solidaire premiereregeling er de mogelijkheid is om aparte toedelingsfactoren vast te stellen voor specifieke groepen, zoals slapers.

dat een stabiele mix, of zelfs een oplopend risicoprofiel, tot betere resultaten leidt, omdat meer risico genomen kan worden op het moment dat er veel vermogen is. Dit is wel afhankelijk van hoe – en wanneer – risico's gemeten worden.

In tegenstelling tot een vaste mix houdt de '100 min leeftijd' dus tot zekere mate rekening met de ontwikkeling van menselijk kapitaal. Echter wel op een weinig verfijnde manier. Zoals in figuur 1 ook is te zien volgt uit het menselijk kapitaal geen lineaire afbouw, maar vaak een beetje die hard daalt op jonge leeftijden en daarna minder hard wanneer de leeftijd toeneemt. Daarnaast wordt geen rekening gehouden met de risicobereidheid van de deelnemer of het leeftijdscohort. Uit onderzoek (bijvoorbeeld Alserda et al., 2019) blijkt dat deelnemers – maar ook populaties van verschillende pensioenfondsen – verschillen in de mate dat ze risico's willen nemen met hun (totale) pensioenuitkering. Door voor iedereen dezelfde lifecycle te gebruiken wordt welvaart misgelopen. Sommige deelnemers (populaties) nemen te weinig risico en anderen te veel. Dit kan deels opgelost worden door de algemene regel '100 min leeftijd' om te zetten in 'c min leeftijd', waarbij c – het startniveau – afhangt van de risicobereidheid van de deelnemers of het leeftijdscohort. Hiermee blijft het relatief eenvoudig, maar wordt de potentie van een volledige optimalisatie nog steeds beperkt. Het andere alternatief is een volledige optimalisatie, hoewel daarvoor in de praktijk ook versimpelingen voor nodig zijn.⁵

METHODE

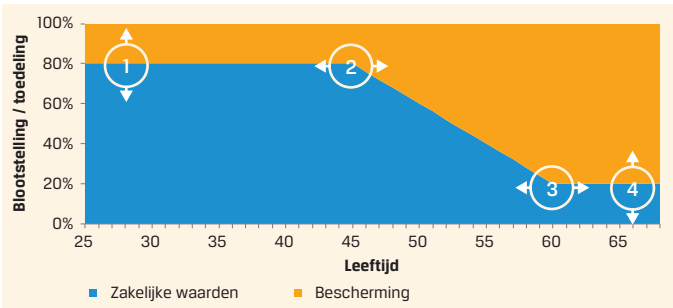
Om de onderzoeksvraag te beantwoorden rekenen we verschillende lifecycles door in een simulatiemodel. We doen dit in drie stappen: 1) Een vaste mix, 2) 'c min leeftijd' lifecycle' en 3) een – binnen bepaalde grenzen – geoptimaliseerde lifecycle.

1. Een vaste blootstelling naar zakelijke waarden, onafhankelijk van de leeftijd. We pakken hierbij de optimale vaste mix tussen 0% en 300% (301 varianten). Daarnaast analyseren we een vaste 50% mix als speciaal geval.
2. Optimale 'c min leeftijd' lifecycle: Waarbij we 'c' variëren tussen 0% en 300% (301 varianten) en de variant kiezen die de hoogste verwachte welvaart oplevert. We hanteren een minimale blootstelling van 0%, dus negatieve blootstelling is niet mogelijk. Bij deze varianten analyseren we '100 min leeftijd' als speciaal geval.
3. Optimale lifecycle: We variëren de lifecycles aan de hand van vier bouwstenen: 1) Startgewicht aandelen, 2) leeftijd waarop wordt begonnen met afbouwen, 3) leeftijd waarop wordt geëindigd met afbouw en 4) eindgewicht aandelen. Dit is geïllustreerd in figuur 2. Tussen het start- en eindpunt interpoleren we de blootstelling naar aandelen. Door stappen van 10% in blootstelling en 1 jaar in leeftijd te gebruiken krijgen we in totaal ruim 600.000 varianten (met een logische afbouw). Hieruit selecteren we de variant die de hoogste verwachte welvaart oplevert.

Om complexiteit te beperken kijken we alleen naar een invulling van zakelijke waarden met aandelen. In de praktijk zullen er ook andere – veelal minder risicovolle – beleggingen opgenomen worden. In dat geval zal de optimale blootstelling naar zakelijke

waarden hoger liggen, ter compensatie van het lagere risico-rendementsprofiel. De renteafdekking houden we in alle varianten constant. Deze wordt van 0% in de laatste 20 jaar voor pensioen opgebouwd tot 100%.

Figuur 2
Vier bouwstenen van de lifecycle



De vier bouwstenen van onze optimale lifecycle:

1. Startgewicht aandelen
2. Leeftijd start afbouw aandelen
3. Leeftijd stop afbouw aandelen
4. Eindgewicht aandelen.

Voor de analyse maken we gebruik van drie voorbeeld deelnemers die allemaal starten met opbouwen op 25-jarige leeftijd en op dat moment een salaris hebben van 25.000 euro per jaar. Het inkomen stijgt met inflatie en carrièregroei. Voor de deelnemers wordt 20% premie betaald over de pensioengrondslag (franchise start op 15.000 en stijgt met inflatie). Tijdens pensionering ontvangen de deelnemers een AOW uitkering die aan het begin van de analyse start op € 10.500 en daarna stijgt met inflatie.

De deelnemers verschillen in hun mate van risicobereidheid. Bert Bibber heeft een lage risicobereidheid ($\gamma = 10$), Dirk Dozijn heeft een gemiddelde risicobereidheid ($\gamma = 3$) en Vincent Vegas heeft een hoge risicobereidheid ($\gamma = 1$). Verwachte welvaart (nut) wordt berekend aan de hand van de volgende nutsfunctie:

$$U(X) = \frac{X^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

Met U het nut, afhankelijk van X het totale pensioeninkomen en risico-aversie parameter γ .

Voor de doorrekening maken we gebruik van de door DNB aan-geleverde scenario's (10.000) op basis van het nieuwe commissie parameters (2022) model. Hier wordt gerekend met een gemid-delde 1-jaars rente van 1,2%, een gemiddelde 10-jaarsrente van 1,9% en een (geometrisch) gemiddeld aandelenrendement van 5,3%. In dit model wordt met behulp van stochastische volatili-teit tot zekere hoogte rekening gehouden met 'dikke staarten'.

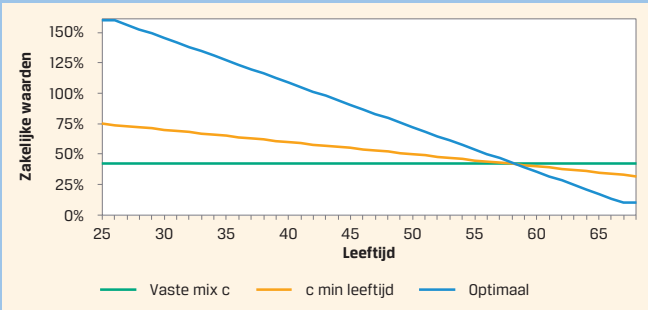
Laag risicoprofiel: Bert Bibber

Als eerste kijken we naar de resultaten voor de meest risico-averse deelnemer: Bert Bibber. De resultaten van de verschil-lende lifecycles staan in tabel 1. In deze en volgende tabellen kijken we naar vier variabelen. De verwachte uitkomst (mediaan), de slecht weer uitkomst (5% percentiel), de wettelijke definitie van de risicohouding (relatieve verschil tussen mediaan en slecht weer uitkomst) en de verwachte welvaart. De verwachte welvaart wordt gemeten op basis van de zekerheidsequivalent. Dit is de zekere pensioenuitkomst die hetzelfde welvaart oplevert als de distributie van mogelijke pensioenuitkomsten, rekening houdend met de relevante risicobereidheid.⁶

Van de vaste mixen leidt 42% gewicht naar zakelijke waarde de beste resultaten op. De optimale 'c min leeftijd' lifecycle is gelijk aan de '100 min leeftijd' lifecycle. De verder geoptimaliseerde lifecycle – zie figuur 3 – begint aanzienlijk hoger (160%), maar bouwt vervolgens sneller af en eindigt op 10% blootstelling naar aandelen. Door de snellere afbouw wordt geprofiteerd van zowel een hogere startblootstelling als van een lagere blootstelling net

voor pensioen. Uit de resultaten in tabel 1 blijkt duidelijk dat hierdoor een efficiënter risico-rendementsprofiel wordt behaald: De verwachte uitkering is hoger en het risico is lager, gemeten op basis van de hogere slecht weer uitkomst. Dit zorgt ervoor dat de verwachte welvaart 3% tot 7% hoger uitvalt dan voor de vuistregels.

Figuur 3 'Optimale' lifecycles Bert Bibber

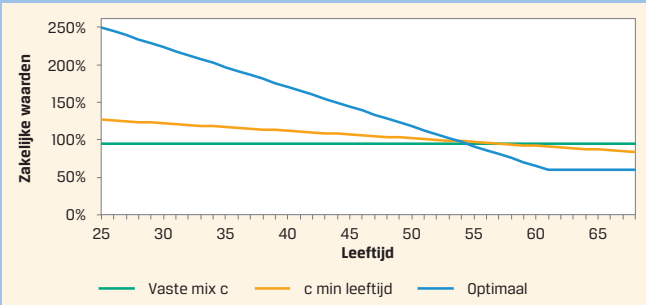


Tabel 1 Uitkomsten voor Bert Bibber	Bert Bibber ($\gamma = 10$)	Verwachting	Slecht weer	Afwijking (risicohouding)	Verwachte welvaart
	Vaste mix 50%	24.959	18.254	27%	21.421
	Vaste mix c (c = 42%)	24.051	18.486	23%	21.519 (+0%)
	'100 min leeftijd'	24.606	18.969	23%	22.118 (+3%)
	'c min leeftijd' (c=100%)	24.606	18.969	23%	22.118 (+3%)
	'Optimaal'	26.320	19.420	26%	22.870 (+7%)

Gemiddeld risicoprofiel: Dirk Dozijn

Deelnemer Dirk Dozijn vertegenwoordigd de gemiddelde deelnemer. We zien echter in tabel 2 dat de vuistregel '100 min leeftijd' niet goed aansluit bij zijn (de gemiddelde) risicohouding. Een 52% hogere blootstelling zorgt voor betere resultaten in termen van verwachte welvaart. Ook de 50% vaste mix bevat te weinig risico, een vaste mix van 95% zakelijke waarden pakt beter uit. Een verder geoptimaliseerde lifecycle – zie figuur 4 – begint zelfs nog risicovoller (250%) en bouwt af tot 60% blootstelling naar aandelen. Dit leidt ook weer tot een efficiënter risico-rendementsprofiel (hoger slecht weer scenario en verwachte uitkomst) en daarmee tot welvaartswinsten (5% tot 17%).

Figuur 4 'Optimale' lifecycles Dirk Dozijn



Tabel 2 Uitkomsten voor Dirk Dozijn	Dirk Dozijn ($\gamma = 3$)	Verwachting	Slecht weer	Afwijking (risicohouding)	Verwachte welvaart
	Vaste mix 50%	24.959	18.254	27%	24.179
	Vaste mix c (c=95%)	30.295	15.964	47%	26.230 (+8%)
	'100 min leeftijd'	24.606	18.969	23%	24.145 (+0%)
	'c min leeftijd' (c=152%)	30.888	16.392	47%	26.894 (+11%)
	'Optimaal'	31.483	17.573	44%	28.214 (+17%)

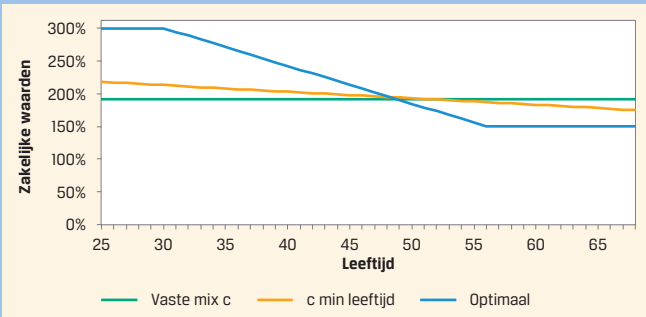
Hoog risicoprofiel: Vince Vegas

Ten slotte kijken we naar Vince Vegas. Zoals te verwachten zijn de lifecycles op basis van de vuistregels te risicomijdend voor deze deelnemer. Door zijn hoge risicotolerantie zou deze deelnemer bij voorkeur met hefboom in aandelen beleggen.

Ondanks een sterke impact op het slecht-weer scenario zorgt dit voor een grote stijging van het verwacht pensioen. Dit is voor deze deelnemer – vanwege zijn hoge risicotolerantie – het belangrijkste.

Ook in dit geval zien we dat de meer optimale lifecycle leidt tot een efficiënter risicoprofiel en daarmee tot significante welvaartswinsten (tussen de 3% en 71%).

Figuur 5 'Optimale' lifecycles Vince Vegas



Tabel 3 Uitkomsten voor Vince Vegas	Vince Vegas ($\gamma = 1$)	Verwachting	Slecht weer	Afwijking (risicohouding)	Verwachte welvaart
	50/50 mix	24.959	18.254	27%	25.176
	Vaste mix (c=192%)	30.285	10.500	65%	41.167 (+64%)
	'100 min leeftijd'	24.606	18.969	23%	24.872 (-1%)
	'c min leeftijd' (c=243%)	30.883	10.500	66%	41.802 (+66%)
	'Optimaal'	32.232	11.492	64%	43.101 (+71%)

OPTIMALISATIE IS DE MOEITE WAARD

Uit de voorgaande analyses kunnen we twee conclusies trekken. Als eerste zien we dat het aanpassen van het beleggingsbeleid aan de risicohouding van de deelnemer veel meerwaarde kan bieden. Wat voor de ene deelnemer een efficiënt beleggingsbeleid is, bevat voor de andere deelnemer te veel of te weinig risico. Een koppeling tussen de risicohouding en het beleggingsbeleid levert daarmee welvaartswinsten op. Als tweede zien we dat een beperkte optimalisatie al substantiële welvaartswinsten kan opleveren tegenover de vaste mix en de versimpelde lifecycle ('c min leeftijd'). Dit is vooral waar als we de geoptimaliseerde lifecycles vergelijken met de meest bekende vuistregels: '100 min leeftijd' en een vaste 50% mix. Een optimalisatie is dus zeker de moeite en de extra complexiteit waard.

De exacte vorm van de lifecycle is uiteraard afhankelijk van de economische aannames die gehanteerd worden. Bovendien is het maar de vraag of een blootstelling (ruim) boven de 100% operationeel mogelijk is en/of gewenst is vanuit communicatie en draagvlak overwegingen. Desondanks zien we dat een efficiënt ontwerp van de lifecycle sterk kan bijdragen aan de (verwachte) welvaart die deelnemers uit hun pensioen gaan krijgen, dit vereist dan ook voldoende aandacht.

LIFECYCLES IN HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL

In de nieuwe pensioenregelingen vormen lifecycles de basis van het beleggingsbeleid. In de solidaire premiereregeling gaat het over toedeling naar overrendement en renteafdekking per leeftijdscohort, dat samen een (impliciete) lifecycle vormt. In de flexibele premiereregeling is sprake van een of meerdere expliciete lifecycles, waar per leeftijd de blootstelling naar verschillende beleggingen wordt vastgesteld. Een belangrijk verschil tussen de twee regelingen is dat alleen bij de flexibele premiereregeling keuzevrijheid kan worden geboden. Uit onze analyse blijkt dat

dit meerwaarde kan bieden, maar alleen als deelnemers ook daadwerkelijk een keuze maken. Daarnaast zien we dat het ontwerp van de lifecycle erg belangrijk is. Voldoende aandacht voor de lifecycle is daarom essentieel voor een goed beleggingsbeleid in het nieuwe pensioenstelsel.

Literatuur

- Alserda, G. A., Dellaert, B. G., Swinkels, L., & van der Lecq, F. S. (2019). Individual pension risk preference elicitation and collective asset allocation with heterogeneity. *Journal of Banking & Finance*, 101, 206-225.
- Arnott, R. D., Sherrerd, K. F., & Wu, L. (2013). The Glidepath Illusion... and Potential Solutions *The Journal of Retirement* 1(2), 13-28.
- Bodie, Z., Merton, R. C., & Samuelson, W. F. (1992). Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of economic dynamics and control*, 16(3-4), 427-449.
- Bodie, Z., & Crane, D. B. (1997). Personal investing: Advice, theory, and evidence. *Financial Analysts Journal*, 53(6), 13-23.

Noten

- 1 Op basis van het theoretisch beschermingsrendement, waarbij al het overig rendement onderdeel is van het toe te delen overrendement.
- 2 Alserda, G., 2022, Renteafdekking in het nieuwe pensioenstelsel. De Actuaris 30-2
- 3 Wanneer het financieel kapitaal 25% van het totale kapitaal is en de gewenste blootstelling ook 25% is moet dus 100% van het financieel kapitaal in zakelijke waarden worden belegd.
- 4 In de Wet Toekomst Pensioenen is de maximale blootstelling naar overrendement vastgesteld op 150%, hoewel nog niet duidelijk is wat hier allemaal in meetelt.
- 5 Het aantal mogelijke lifecycles is bijna oneindig. Hierdoor is een volledige optimalisatie met behulp van een simulatiemodel niet te doen.
- 6 Om de zekerheidsequivalent te berekenen maken we gebruik van de inverse nutsfunctie. Hier voeren we het verwachte (gemiddelde) nut in dat volgt uit de simulaties van verschillende lifecycles.

The X-Factor of Active Managers

HOW MULTI-FACTOR MODELS CAN HELP SELECT CONSISTENTLY OUTPERFORMING EQUITY MANAGERS

Simon Zijlstra^{1,2}

INTRODUCTION

This study seeks to answer the hypothesis if an informed *X-factor investor*³ achieves a better net result than the average investor in a persistent way. Frequently, the question addressed in research is if the average or median manager can outperform a benchmark or the market. Most studies show an average negative net performance due to transaction costs and management fees, also known as the zero-sum game in equity investing. However, whether performance persistence exists is even more critical in the debate on market efficiency, and for institutional asset owners in determining their investment beliefs concerning active and passive management.

Persistence means that skillful and unskillful managers tend to repeat their historical successes and failures over time. The existence of performance persistence would violate the efficient market hypothesis but would suggest that investors may benefit from putting effort into identifying and selecting a skillful asset manager. Kosowski et al. (2006) and Fama and French (2010) provide evidence that some managers have the skill to pick the right stocks, indicating that their performance is not solely based on luck, and therefore refutes the myth that active investing in equities does not pay off. From the observation that skillful

managers exist and can be identified, the logical question arises if these managers can persist in being skillful.

The typical process or rule-of-thumb to evaluate active equity managers in practice involves an assessment period of three or five years. If the excess return, not to be confused with the *X-factor alpha*,⁴ is disappointing, then it is most likely that the manager will be dismissed and replaced by a manager who was more successful in that period. Arnott et al. (2018) describe this phenomenon as the “Folly of Hiring Winners and Firing Losers” because it turns out to be a losing strategy. In earlier papers such as Goyal and Wahal (2008) and Cornell et al. (2017), this cyclical behavior of investors is also tackled. In these papers the evidence on performance persistence and the value of chasing past winners is mixed, depending on the type of performance measure used and the time horizon over which performance is evaluated.

CONTRIBUTION

First, this study complements and extends previous research in the field of performance persistence by adding the coverage of multiple regions outside the U.S.; such as Global, Global ex-U.S., Emerging Markets, Europe, Japan, Australia and Asia (Pacific)

**Simon Zijlstra, MSc,
RBA**
Senior Portfolio
Manager at APG
Asset Management |
External Strategy
Management in
Amsterdam, [simon.
zijlstra@apg-am.nl](mailto:simon.zijlstra@apg-am.nl)



ex-Japan, where the results are compared side-by-side. Papers that, for example, do cover performance persistence among mutual funds investing outside the U.S. are Bialkowski and Otten (2011), Cornell et al. (2020), and Omori and Kitamura (2022). In contrast, most research is done on U.S. mutual funds (e.g., Matallin-Saez et al. (2016), Cornell et al. (2017), and Arnott et al. (2018)).

Second, the performance persistence is directly tested on the X-factor alpha with various widely used methodologies: contingency matrices, pooled regressions, and the recursive portfolio approach with accompanied statistical tests on multiple horizons from one month up to five years. Harlow and Brown (2006) and Arnott et al. (2018) examine performance persistence in a pooled regression directly on the alpha. However, in most previous studies, the X-factor alpha is estimated in the second stage of the aggregate excess returns of a typical quantile portfolio. Third, this study focuses on institutional assets instead of mutual funds. As Dyck et al. (2013) noted, the difference between institutional and retail funds' performance can be significant. Therefore, the dataset used in this study is comprised of gross excess returns, which follows the reasoning of Fama and French (2010) that management fees are not part of the investment skill. The net average performance is estimated where the median quoted management fees and average transaction costs have been applied in selecting and rebalancing the recursive portfolios. Finally, an additional five years (2017-2021) of monthly observations are added versus the latest period used by Arnott et al. (2018).

METHODOLOGY

This study utilizes three approaches to investigate whether active managers can outperform their benchmark and the presence of performance persistence in the global landscape of active equity managers. The first approach ranks managers' products into quartiles and tracks the quartile ranking in the subsequent period by estimating the unconditional transition matrix, also known as contingency tables. The second approach is regression-based and uses pooled data over managers' products and time to estimate the relationship between contemporaneous and lagged performance. In addition to the pooled regression, logistic regression is used to estimate the probability of active managers generating top-quartile performance across multiple horizons. Using a probability measure instead of statistical significance can offer investors a better understanding of how successful selection can be based on past performance. The third approach follows a common recursive portfolio approach. Portfolios consist of managers' products grouped in quartiles: Q1 (Winners) till Q4 (Losers) based on a performance measure of the previous period t (sorting period). Then the performance for each (equal-weight) quartile portfolio is tracked in the subsequent period $t+1$ (holding period). This procedure is repeated after each period.

COSTS

The recursive portfolio approach analyzes if a strategy, based on past performance, can generate positive performance in practice and, most interestingly, on a net basis. Therefore, management

fees, transaction, and commission costs are applied. Other possible costs associated with manager replacement (e.g., search costs) are left out. The management fees (see Table 1, second-last column) are the median quoted flat fees per annum in basis points (bps) per universe within the database *eVestment*. The quoted fees are applicable for a segregated account mandate of the size of USD 500 million, and have an average across universes of 57 bps. The equity transaction and commission costs are taken from the first quarter 2022 report of *Virtu Financial*⁵ and are the average quarterly costs over the sample period 2014 Q1 till 2022 Q1. The last column in Table 1 reports the average one-way total trading costs, including transaction and commission costs per universe in basis points, with an average of 52 bps. The total impact of trading costs on the recursive portfolio approach strategy depends on the managers' turnover in each quartile portfolio, besides the region and market capitalization.

X-FACTOR ALPHA ESTIMATION

Rolling window regressions are used to estimate the *X-factor alphas*, estimated by Feasible Generalized Least Squares (FGLS) of gross excess returns on a specific set of factors. This study uses two sets of factors: one for emerging and one for developed markets. Both sets consist of six well-known equity style factors; hence, the X-factor model and alpha can be identified as the 6-factor model and alpha. The 6-factor model for emerging markets consists of the Fama-French 5-factor model⁶ plus the momentum factor.⁷ The 6-factor model for developed markets consists of the Fama-French 3-factor model⁸ with a revision of the High-minus-Low (HML) factor⁹ plus the momentum, Quality-minus-Junk (QMJ),¹⁰ and Betting-Against-Beta (BAB)¹¹ factors.¹² After estimating the model, the constant (alpha) is often seen as the quality or skill of an active manager to generate risk-adjusted returns above the given benchmark. The procedure by Kosowski et al. (2006) is followed as they point out the importance of ranking managers on the *t-statistics* of the alpha instead of on the alpha itself due to the non-normality of the excess returns. Therefore, the estimated 6-factor alpha and the accompanied *t-statistic* are used to rank and track subsequent performance for transition matrices, pooled regressions, and the performance of ranked portfolios.

DATA DESCRIPTION

This study is based on performance data from the commercial database *eVestment* from January 2010 to December 2021. The database is an often used platform within the institutional investment industry instead of the more retail-focused mutual fund databases. The track records of long-only active equity products are predominantly GIPS compliant. The self-reported historical monthly returns of the products are primarily composite returns of the flagship product of the asset managers. This data includes current active as well as inactive products, which solves some of the well-known and extensively documented survivorship bias in previous literature (e.g., Brown et al. (1992), Elton et al. (1996)). Another bias from a database that relies on self-reporting is backfill bias. This bias can be part of an incubation strategy of investment management firms, which is thoroughly described by

Evans (2010). Backfill bias primarily affects the excess return rather than the alpha, as managers tend to display their best excess returns rather than alphas. The significant presence of backfill bias in the data before 2010 led to the selected period. This sample comprises 6,218 actively managed equity products across 25 different equity universes of active equity managers worldwide. These products are categorized by region, market capitalization, and style based on *eVestment* categories and subcategories. As of December 31, 2021, there are 3,421 active products representing a total AUM of \$13.8 trillion as of December 31, 2021 (Table 1). These long-only products are actively managed against a benchmark, unlike passive products that track a given benchmark's performance.

Only products reporting gross returns are included, as the focus is on the manager's investment skill or performance persistence and not the fee load, which can result from the manager's negotiation skills or marketing techniques. Furthermore, the sample consists of products with more than USD 100 million at any moment in time over the lifetime of the product and a minimum return history of 36 months. The average median gross excess return over all universes from 2010-2021 is 0.73%. Incorporating management fees would result in an average median net excess return of 0.16%, hence still positive. Of the 25 universes, only two, U.S. All and Large Cap Core and U.S. All and Large Cap Growth, showed average median negative returns during the analyzed period.

Table 1
Descriptive statistics of the 25 universes

The number of products per aggregated universe that have passed the minimum required 36 months of track record length and minimum AUM of USD 100 million (column: # Passed Products). The passed products are divided into current Active and Inactive products. Column 'Total AUM USD million' shows the total AUM in USD in millions as of the end of 2021 of all Active products. Average annualized rolling 36 months gross excess return for 2010 till 2021 for each aggregate universe. The second-last column shows the median annual management fees per annum in basis points (bps) per universe proposed by the asset managers for a segregated account mandate of USD 500 million. The last column shows the one-way equity transaction and commission costs in bps taken from the first quarter of the 2022 report of Virtu Financial.

Nr.	Universe Full name	# Passed Products	Active	Inactive	Total AUM USD mln.	Rolling 36 months gross excess return 2010 till 2021				
						25th pct.	Median	75th pct.	Mgt. Fees @ \$500 mln (bps)	Trans. Costs One-way (bps)
1	US All cap Core	154	88	66	283.526	-0,0174	-0,0016	0,0124	51	37
2	US All cap Growth	111	58	53	174.561	-0,0250	-0,0040	0,0169	54	37
3	US All cap Value	138	77	61	98.713	-0,0149	0,0030	0,0212	62	37
4	US Large cap Core	468	185	283	854.175	-0,0151	-0,0024	0,0086	42	32
5	US Large cap Growth	497	209	288	2.166.449	-0,0223	-0,0067	0,0078	42	32
6	US Large cap Value	511	252	259	1.512.532	-0,0085	0,0050	0,0193	42	32
7	US Mid and SMID cap Core	197	102	95	283.931	-0,0115	0,0041	0,0217	52	60
8	US Mid and SMID cap Growth	287	124	163	442.033	-0,0168	0,0005	0,0222	68	60
9	US Mid and SMID cap Value	225	123	102	297.028	-0,0119	0,0035	0,0199	68	60
10	US Small cap Core	222	116	106	247.290	-0,0063	0,0118	0,0293	70	70
11	US Small cap Growth	297	140	157	381.374	-0,0049	0,0183	0,0439	72	70
12	US Small cap Value	296	170	126	283.862	-0,0024	0,0139	0,0316	73	70
13	Global All and Large cap Core	422	268	154	1.311.908	-0,0107	0,0041	0,0197	52	44
14	Global All and Large cap Growth	181	112	69	782.537	-0,0141	0,0059	0,0266	56	44
15	Global All and Large cap Value	194	120	74	542.137	-0,0092	0,0091	0,0286	54	44
16	Global ex-US All and Large cap Core	375	232	143	1.015.499	-0,0021	0,0109	0,0257	52	51
17	Global ex-US All and Large cap Growth	175	91	84	587.963	-0,0060	0,0121	0,0287	52	51
18	Global ex-US All and Large cap Value	145	84	61	413.874	-0,0005	0,0153	0,0329	52	51
19	Global ex-US Small cap	142	107	35	199.863	-0,0040	0,0136	0,0344	77	97
20	Japan All and Large cap	211	130	81	201.360	-0,0022	0,0138	0,0338	54	53
21	Europe All cap	162	107	55	184.926	-0,0031	0,0135	0,0335	51	42
22	Europe Large cap	173	98	75	201.247	-0,0020	0,0131	0,0303	51	42
23	Australia All cap	124	80	44	120.523	-0,0059	0,0089	0,0261	34	53
24	Asia (Pacific) ex-Japan All cap	194	125	69	216.951	-0,0135	0,0078	0,0291	66	70
25	Emerging Markets All and Large cap	317	223	94	1.010.875	-0,0088	0,0101	0,0289	71	73
Total:		6.218	3.421	2.797	13.815.136	Mean: -0,0096	0,0073	0,0253	57	52

ANALYSIS AND RESULTS

TRANSITION MATRICES

The transition frequency tables show how often products sorted on a performance measure transfer from one quartile into another quartile bucket. Products are assigned to four quartiles Q1-Q4. Products that receive the highest ranking (Winners) are assigned to bucket Q1, while products with the lowest ranking (Losers) are assigned to Q4. If the transitions were random, the transfer from one quartile to any other quartile bucket would have a likelihood of 25%. Performance persistence indicates that these likelihoods deviate from random and are mostly statistically higher on the diagonal, e.g., Winner products at ranking period *t* end up in the Winner bucket at time *t+1* with a higher probability than what randomness dictates. Because products can also be liquidated, it is less obvious how high a transition percentage should be to be statistically significant. Therefore, the Malkiel $\tilde{Z}$ -score is calculated for each part of the transition matrix to account for the attrition rate and identify any significance based on the method proposed by Malkiel (1995).

Table 2 presents the average transition and attrition rates and Malkiel $\tilde{Z}$ -scores of the 25 universes based on excess returns (upper panel) and the 6-factor alpha (lower panel) for ranking and holding the products for 60 months. The Malkiel Z-scores on excess return show no statistical evidence of performance persistence, as the scores are close to zero. The average transition matrices for the 6-factor alpha show statistically significant performance persistence, primarily among the Loser and Winner quartiles. The negative $\tilde{Z}$ -scores on the outer corner of the reverse diagonal emphasize the performance persistence among the Loser and Winner products. It is interesting to note the high attrition rates among the Loser products over 60 months for both performance measures: excess returns (41%) and 6-factor alpha (37%), while the Winner products' attrition rate is only 11% and 15%, respectively.

POOLED REGRESSIONS

The performance of all products within a universe over different periods is pooled together to estimate the forecast ability. The pooled regression estimates the relationship between past performance on subsequent 60 months' performance and is an in-sample regression with overlapping data. Heteroscedastic and autocorrelation-corrected standard errors are applied to correct for overlapping data. The untabulated pooled regression shows mixed results based on excess return, whereas the results for the 6-factor alpha show positive statistically significant results for each universe, indicating performance persistence. The evidence of the 6-factor alpha performance persistence on all universes corresponds with the findings of Arnott et al. (2018) on U.S. data. The evidence of mean reversion in the excess returns for U.S. universes also echoes the findings of Arnott et al. (2018).

THE PROBABILITY OF SELECTING A TOP-QUARTILE MANAGER

Table 3 presents the average probability over all 25 universes that the average Winner, Loser, or Median product, based on the sorting performance measure, will end up as a Winner on the same performance measure in the subsequent period, similar to Harlow and Brown (2006). The probability for the average Loser to become a Winner using a time horizon of 60 months based on excess return (0.4721) is statistically indistinguishable from the probability of the average Winner (0.5364) to remain a Winner in the subsequent period. Based on the 6-factor alpha, the probability for the average Loser to become a Winner over the same period (0.3355) is statistically different from the probability of the average Winner (0.6647) to remain a Winner in the subsequent period. This finding suggests that performance persistence exists for the 6-factor alpha and not for excess returns. Figure 1 shows the average probabilities for the average Loser and Winner to be part of the Winners quartile in the subsequent period based on the 6-factor alpha for each universe. The highest probability is

Table 2
Average transition rates and Malkiel Z-scores: excess returns and 6-factor Alpha

Excess Return 60 months		Average transition frequencies among Quartile Portfolios for the period 2010-2021					Malkiel Z-scores			
		Ranking at period t+1					Ranking at period t+1			
		Q1 (Winner)	Q2	Q3	Q4 (Loser)	Attrition Rate	Q1 (Winner)	Q2	Q3	Q4 (Loser)
Ranking at period t	Q1 (Winner)	25%	21%	22%	21%	11%	0,46	-0,29	0,14	-0,31
	Q2	17%	22%	22%	22%	18%	-0,84	0,26	0,28	0,30
	Q3	15%	19%	20%	19%	27%	-0,74	0,24	0,39	0,11
	Q4 (Loser)	12%	15%	15%	17%	41%	-0,60	-0,08	-0,03	0,72
6-factor alpha 60 months										
Ranking at period t	Q1 (Winner)	31%	24%	18%	11%	15%	5,15	1,75	-1,58	-5,31
	Q2	20%	22%	22%	17%	19%	-0,18	1,17	0,95	-1,94
	Q3	13%	19%	20%	22%	26%	-2,93	-0,06	0,93	2,06
	Q4 (Loser)	7%	12%	17%	27%	37%	-5,26	-2,55	0,93	6,88

for the Global All and Large Cap Growth universe, which is 0.7672. On the other hand, the lowest probability is for the US Small Cap Value Universe, which is 0.5725.

RECURSIVE PORTFOLIO

In the recursive portfolio approach, portfolios consist of managers’ products grouped in quartiles: Q1 (Winners) till Q4 (Losers) based on a performance measure of the previous period *t* (sorting period): excess return or 6-factor alpha. Then the performance for each (equal-weight) quartile portfolio is examined in the subsequent period *t+1* (holding period) for different ranking and holding periods from one month to five years. This procedure is repeated after each period. Then the hypothesis that Winners quartile portfolios generate higher performance than Losers quartile portfolios is tested with a standard two-sample *t*-test.

Figure 2 shows the subsequent performance of prior ranking on long equal-weight Winner (Q1) and short equal-weight Loser (Q4) portfolios for the Global All and Large Cap Core (left-panel) and the Emerging Market All and Large Cap (right-panel) universe on multiple horizons of sorting and the same holding

Table 3
Average probabilities of selecting a top-quartile manager.

The average probability over all 25 universes of selecting a top-quartile product (Winner) in the subsequent period based on the average ranking (Loser, Median, or Winner) of the previous period on excess return or the 6-factor alpha estimated on 60 months over the sample period 2010-2021. The probabilities are estimated by logistic regression on the performance measures: excess return and 6-factor alpha.

Average probability of being a future Winner at period t+1		
60 Month Horizon		2010-2021
Ranking at period t	Excess Return	6-factor alpha
Average Loser	0,4721	0,3355
Median	0,4975	0,5004
Average Winner	0,5364	0,6647

period. The two figures are also exemplary for all other universes, showing that the performance difference between Winners and Losers portfolios mainly decreases when the evaluation horizon increases. The performance of the long Winner-short Loser portfolios based on sorting on prior excess return, however, in most universes, is statistically insignificant

Figure 1
The probability of selecting a top-quartile manager

The probability for each universe of selecting a top-quartile product (Winner) in a subsequent period based on the average ranking (Loser, Median, or Winner) of the previous period on the 6-factor alpha estimated on 60 months over the sample period 2010-2021. Probabilities are estimated by logistic regression on the performance measures: 6-factor alpha.

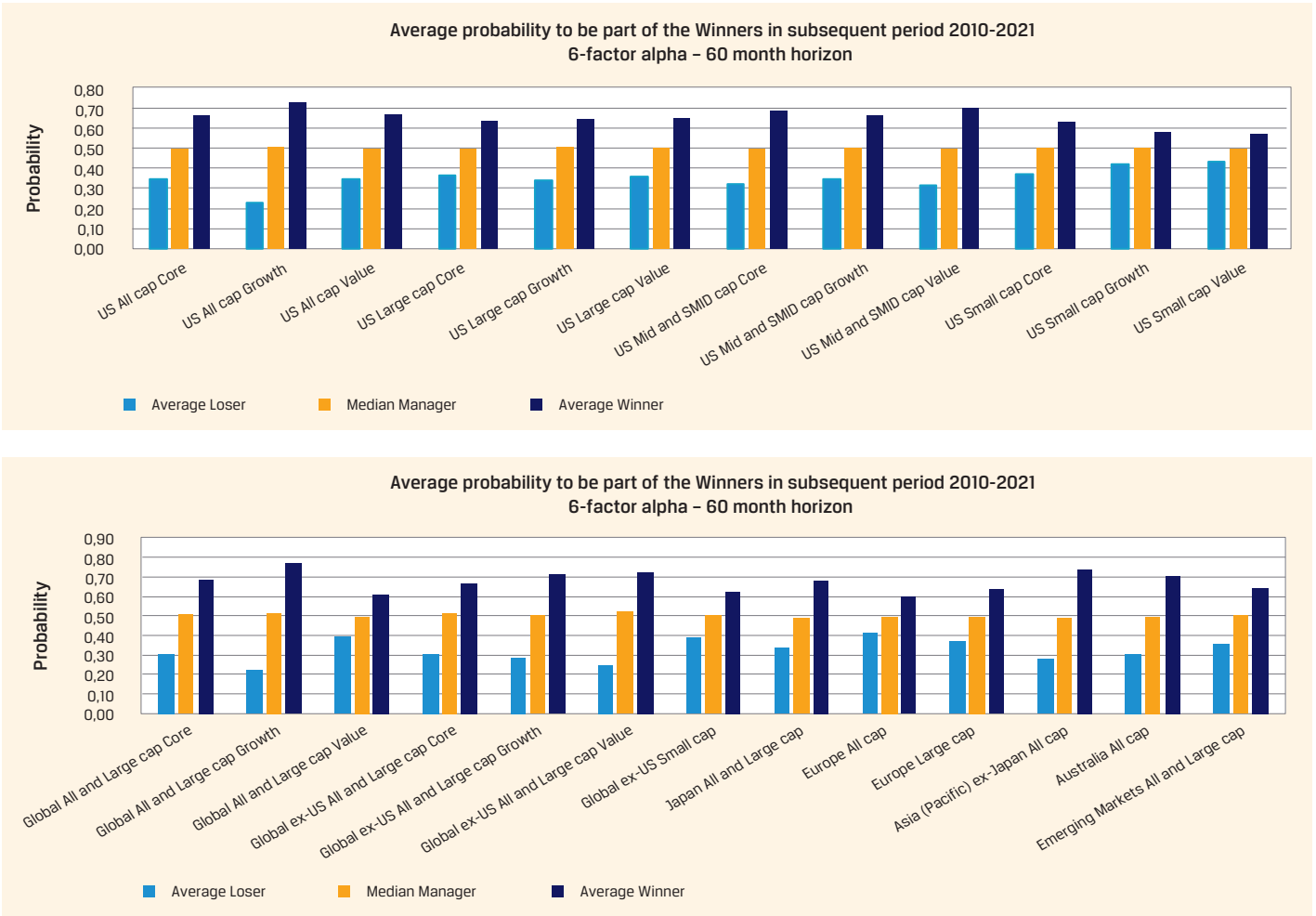
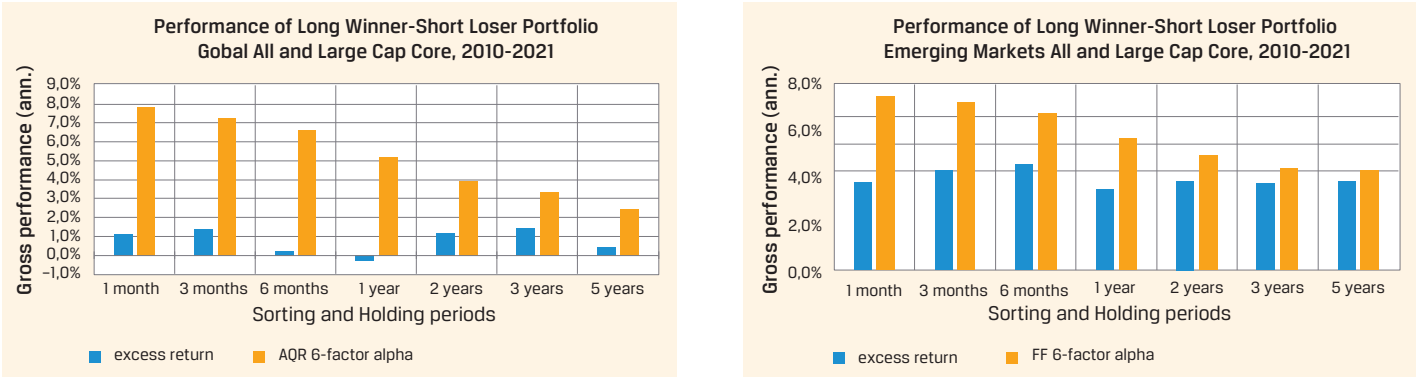


Figure 2
Subsequent performance based on prior ranking.

Subsequent performance based on prior ranking on excess returns and 6-factor alpha of long equal-weight Winner (top-quartile) and short equal-weight Loser (bottom-quartile) portfolios for the Global All and Large Cap Core (left-figure) and for Emerging Markets All and Large Cap (right-figure) universe over the sample period 2010-2021.



when the evaluation horizon is equal to or greater than two years, based on a standard two-sample *t*-test. The subsequent performance of the long Winner-short Loser portfolio based on the prior 6-factor alpha also declines as sorting and holding periods increase but remains positive and statistically significant in most universes, even on longer horizons of three and five years. This phenomenon leads to the idea that excess return is persistent on the shorter holding periods, primarily up to one year. The 6-factor alpha is even persistent on longer horizons, up to five years.

THE ECONOMIC SIGNIFICANCE OF SELECTING TOP-QUARTILE MANAGERS

Finally, the economic significance of selecting the top-quartile (long Winner) managers’ products is analyzed using the recursive portfolios method, incorporating median management fees and average rebalancing (transaction) costs from Table 1 associated with hiring and firing managers after each holding period. Institutional investors tend to prefer a longer-term investment horizon; therefore, the results are presented over the 60-month horizon.

EXCESS RETURN WINNERS

The average annualized net excess return for the 25 universes for selecting the Winners portfolio based on the prior 60 months’ excess returns is 0.50%, as seen in Figure 3 (left figure). The differences between universes, nevertheless, are substantial. Most U.S. universes show net excess returns lower than the average 0.50% and even negative net excess returns, except for U.S. Large Cap Value (0.86%) and U.S. Small Cap Growth (2.62%). Most Non-U.S. universes show positive net excess returns when selected on prior excess returns. Although the average net excess return for the Winners portfolio based on excess return is positive, as mentioned earlier, the difference with the Losers portfolio is not statistically significant for all universes.

ALPHA WINNERS

The average annualized net 6-factor alpha for the 25 universes for selecting the Winners portfolio based on the prior 60 months’

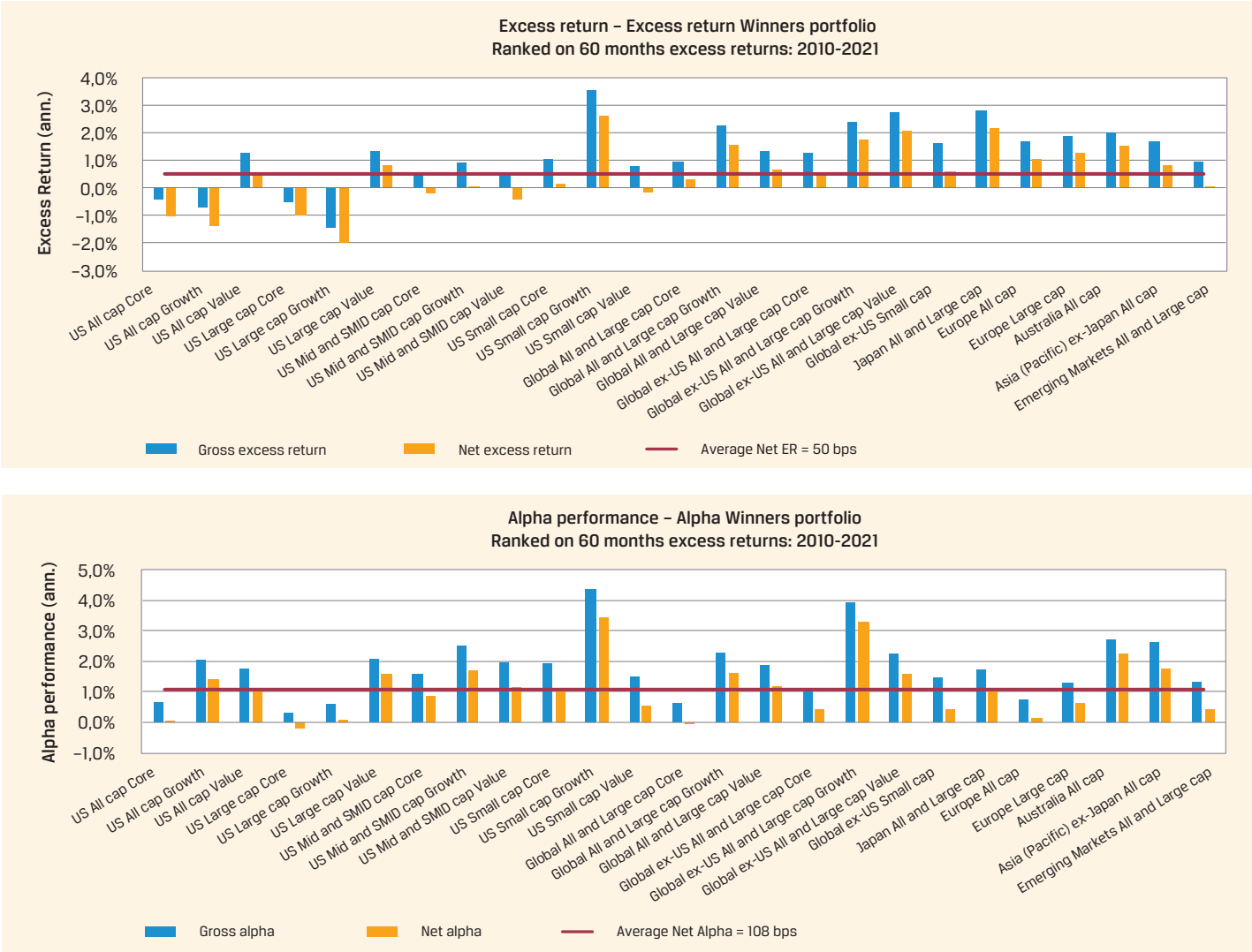
6-factor alpha is 1.08%, as seen in Figure 3 (right figure). The annualized net 6-factor alpha for the Winners portfolio ranges per universe between –0.22% (U.S. Large Cap Core) and 3.43% (U.S. Small Cap Growth). The average annualized net 6-factor alpha from the Alpha Winners portfolio (1.08%) exceeds the average annualized net excess return for the Excess return Winners Portfolio (0.50%). The 6-factor alpha of the Alpha Winners is also higher than the excess return of the Excess return Winners for almost every universe. These findings suggest that selecting managers based on their past 6-factor alpha may offer more significant benefits than selecting them on their past excess return. There are two universes where the annualized net 6-factor alpha for the Alpha Winners portfolio is negative: U.S. Large Cap Core (–0.22%) and Global All and Large Cap Core (–0.03%). Although these 6-factor alphas are negative, the difference with the annualized net 6-factor alpha for the Loser portfolio –1.47% and –2.43%, respectively, is still highly statistically and economically significant, as is also the case for all the other universes.

CONCLUSION

Active investing continues to be a hot topic among asset owners since doubts remain regarding the added value of active investing. If performance persistence exists, it can help the more informed asset owner select active asset managers that add value in the future. In this context, the research objective was to test the performance persistence hypothesis of institutional asset managers. Historical performance data is used and evaluated based on the X-factor model and excess returns. Another objective was to analyze the performance of active strategies across major geographic regions for different equity market capitalization and styles on a sample that covers the most recent period, 2010-2021. Based on the transition matrices, pooled and logistic regressions, performance persistence is a statistically significant phenomenon based on the X-factor alpha; this finding is robust for different investment universes and investment horizons. The results of the simple excess return measure differ from those of the X-factor alpha and are generally not directed toward statistically

Figure 3
Excess return and Alpha performance of Winners portfolios

Annualized gross and net Excess returns per universe (left-figure) for the Winners portfolio ranked on the prior 60 months' excess returns over the sample period 2010-2021, with an average net excess return of 50 bps. Annualized gross and net 6-factor alpha performance per universe (right-figure) for the Winners portfolio ranked on the prior 60 months' 6-factor alpha performance over 2010-2021, with an average net excess alpha of 108 bps. Median management fees and average rebalancing (transaction) costs from Table 1 are used for calculating the net returns.



significant performance persistence. This finding should give asset owners more support and faith in the investment belief of active management in listed equities. Nevertheless, it also shows that more sophisticated performance measurement is required compared to the simple excess return.

PRACTICAL IMPLICATIONS

Although the various methodologies and statistical tests found evidence of performance persistence on the 6-factor alpha, it does not necessarily mean that, in practice, the 6-factor alpha Winners add any real value. Therefore, the economic significance of selecting top-quartile managers on the 6-factor alpha is also tested. The test shows that, on average, the top-quartile 6-factor alpha products generated an annualized net performance of 1.08% over 2010-2021, based on a 60-month sorting and holding investment horizon. The 1.08%, however, would only be harvested if one could have immunized the factor exposures. Otherwise, the average annualized net excess return

was 0.57% based on an equal-weight portfolio among the Alpha Winners. Nevertheless, this result is 0.40% higher in percentage points than the global measured average annualized net excess return of 0.17% for the sample period 2010-2021, which is of economic significance and answers this study's initial hypothesis.

LIMITATIONS AND RECOMMENDATIONS FOR FURTHER RESEARCH

Most results in this study are based on averages, but investing in all possible top-quartile managers is not feasible as an asset owner. Eventually, a sub-selection of top-quartile managers should be made. Luckily, other non-performance-related manager characteristics and fund characteristics can play a role in selecting the future Winner, according to Clare et al. (2022) and Budiono and Martens (2010). The incorporated management fees and transaction costs are based on medians and averages. If costs turn out to be lower, the net performance will be higher, and vice versa. As an asset owner, it is possible to influence the quoted management fees and costs based on the

size of the investment and negotiation skills. It is essential to bear in mind that better past performing managers tend to charge higher fees. Evidence is found that the 6-factor alpha is persistent, but when the excess return of the Alpha Winners is analyzed, the factor exposures mainly reduce the Alpha performance. The economic significance of factor returns through factor exposures on portfolio performance is substantial and interesting for future research regarding how these exposures can be neutralized if desired. Other research limitations include the sample period, which is unique for all investors and will never precisely represent any other historical or future period. The database is based on self-reporting, which can have several well-known discussed biases (e.g., survivorship, backfill, and inclusion bias). However, these biases were mainly mitigated by including inactive products and the chosen period.

Literature

- Arnott, R., V. Kalesnik, and L. Wu. 2018, The Folly of Hiring Winners and Firing Losers, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 45 nr. 1: 71-84
- Asness, C., and A. Frazzini. 2013, The Devil in HML's Details, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 39 nr. 4: 49-68
- Asness, C. S., A. Frazzini, and L. H. Pedersen. 2019, Quality Minus Junk, *Review of Accounting Studies*, vol. 24 nr. 1: 34-112
- Bialkowski, J., and R. Otten. 2011, Emerging Market Mutual Fund Performance: Evidence for Poland, *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 11: 118-130
- Brown, S. J., W. Goetzmann, R. G. Ibbotson, and S. A. Ross. 1992, Survivorship Bias in Performance Studies, *The Review of Financial Studies*, vol. 5 nr. 4: 553-580
- Budiono, D. P., and M. Martens. 2010. Mutual Fund Selection Based on Funds Characteristics, *The Journal of Financial Research*, vol. 33 nr. 3: 249-265
- Clare, A., M. Sherman, N. O'Sullivan, J. Gao, and S. Zhu. 2022, Manager characteristics: Predicting Fund Performance, *International Review of Financial Analysis*, vol. 80, 102049
- Cornell, B., J. Hsu, P. Kiefer, and P. Wool. 2020, Assessing Mutual Fund Performance in China, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 46 nr. 5: 118-127
- Cornell, B., J. Hsu, and D. Nanigian. 2017, Does Past Performance Matter in Investment Manager Selection?, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 43 nr. 4: 33-43
- Dyck, A., K. V. Lins, and L. Pomorski. 2013, Does Active Management Pay? New International Evidence, *The Review of Asset Pricing Studies*, vol. 3 nr. 2: 200-228
- Elton, E. J., M. J. Gruber, and C. R. Blake. 1996, Survivorship Bias and Mutual Fund Performance, *The Review of Financial Studies*, vol. 9 nr. 4: 1097-1120
- Evans, R. B. 2010, Mutual Fund Incubation, *The Journal of Finance*, vol. 65 nr. 4: 1581-1611
- Fama, E. F., and K. R. French. 1993, Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds?, *Journal of Financial Economics*, vol. 33 nr. 1: 3-56
- Fama, E. F., and K. R. French. 2010, Luck Versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns, *The Journal of Finance*, vol. 65 nr. 5: 1915-1947
- Fama, E. F., and K. R. French. 2015, A Five-Factor Asset Pricing Model, *Journal of Financial Economics*, vol. 116 nr. 1: 1-22

- Frazzini, A., and L. H. Pedersen. 2014, Betting Against Beta, *Journal of Financial Economics*, vol. 111 nr. 1: 1-25
- Goyal, A., and S. Wahal. 2008, The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors, *The Journal of Finance*, vol. 63 nr. 4: 1805-1847
- Harlow, W. V., and K. C. Brown. 2006, The Right Answer to the Wrong Question: Identifying Superior Active Portfolio Management, *The Journal of Investment Management*, vol. 4 nr. 4: 1-26
- Jegadeesh, N., and S. Titman. 1993, Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *Journal of Finance*, vol. 48 nr. 1: 65-91
- Kosowski, R., A. Timmermann, R. Wermers, and H. White. 2006, Can Mutual Fund 'Stars' Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis, *The Journal of Finance*, vol. 61 nr. 6: 2551-2595
- Malkiel, B. G. 1995, Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, *The Journal of Finance*, vol. 50 nr. 2: 549-572
- Matallin-Saez, J. C., A. Soler-Dominguez, and E. Tortosa-Ausina. 2016, On the Robustness of Persistence in Mutual Fund Performance, *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 36: 192-231
- Omori, K., and T. Kitamura. 2022, Managers' Skills and Fund Flows in the Japanese Mutual Fund Market, *Studies in Economics and Finance*, vol. 39 nr. 4: 675-696

Notes

- 1 The opinions and analyses presented herein are my own and do not necessarily represents the views of APG Asset Management
- 2 Acknowledgment: This article has significantly benefitted from the discussions with and comments of Hans de Ruiter, Associate professor of Finance and Investments, Vrije Universiteit Amsterdam and CIO Stichting Pensioenfonds TNO, Rijswijk as thesis supervisor for the postgraduate Master's program VBA Investment Management – Vrije Universiteit Amsterdam School of Business and Economics.
- 3 The X stands for any number of factors used to risk-adjust the excess return.
- 4 The X-factor alpha is the constant of the estimated X-factor model and is mostly seen as the quality or skill of an active manager to generate risk-adjusted returns above a given benchmark.
- 5 Virtu Financial Inc. is a company that provides financial and trading services.
- 6 Fama and French (2015)
- 7 Jegadeesh and Titman (1993)
- 8 Fama and French (1993)
- 9 Asness and Frazzini (2013)
- 10 Asness et al. (2019)
- 11 Frazzini and Pedersen (2014)
- 12 The more refined factors used for developed markets are not available for emerging markets and hence the use of the available emerging markets factors from Kenneth French's website. For details on the specific mentioned factors see cited articles. Fama-French data can be publicly downloaded from Kenneth French's website: https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html. AQR data can be publicly downloaded from the AQR's website: <https://www.aqr.com/Insights/Datasets>

Transacties in grondstoftermijncontracten leiden niet tot hogere voedselprijzen

Ralph Sandelowsky

INLEIDING

Institutionele beleggers maken sinds het begin van deze eeuw gebruik van beleggingen in grondstoffen. Grondstoffen voegen inflatiegevoeligheid toe aan de beleggingsportefeuille en maken deze beleggingsportefeuille als geheel robuuster.

Institutionele partijen beleggen niet in fysieke grondstoffen, maar maken gebruik van termijncontracten met grondstoffen als onderliggende waarde. Vaak zijn dit grondstoffen gerelateerd aan de sectoren: energie, metalen, granen, soft commodities en vee.

Wanneer voedselprijzen sterk stijgen, worden institutionele beleggers vaak verweten met hun transacties voor een prijs-opdrijvend effect te zorgen. In het verleden zijn over dit onderwerp meerdere academische studies verschenen (Meijerink et al (2011), Meijerink (2015), Will et al. (2016)). De conclusies van deze studies luiden dat institutionele beleggers met hun transacties in grondstoftermijncontracten geen effect hebben op de prijs van de onderliggende grondstof.

Deze conclusies zijn echter intuïtief lastig over te nemen. Ze gaan in tegen het idee dat wanneer een belegger een afgeleid product koopt, dit een effect moet hebben op de onderliggende waarde

van dit afgeleide product. Zeker sinds de publicatie van Koijen en Gabaix (2021), waarin geconcludeerd wordt dat vanwege inelasticiteit van de vraag naar aandelen, een \$1 in- of uitstroom leidt tot een koersstijging of -daling van ongeveer \$5, is het een actueel onderwerp. Wanneer hun conclusie ook voor de grondstoffenmarkten geldt, en er een koppeling is tussen de transacties van institutionele beleggers in termijncontracten en transacties in de fysieke grondstof, is het buitengewoon onwenselijk dat institutionele beleggers in agrarische grondstoffen beleggen.

Een voorbeeld uit de aandelenmarkten laat zien dat er in die markt inderdaad sprake is van een koppeling tussen de transacties in termijncontracten en transacties in de onderliggende waarde. Deze koppeling verklaart de weerstand tegen de conclusies uit de eerder genoemde academische studies.

Een voorbeeld uit de grondstoffenmarkten laat kwantitatief zien dat er, in tegenstelling tot bij aandelen, in de grondstoffenmarkten *geen* koppeling is tussen transacties in termijncontracten en transacties in de onderliggende waarde.

Binnen de grondstoffenmarkten kunnen termijncontracten gezien worden als een verzekering. Producent en consument

Ralph Sandelowsky,
MSc RBA
Senior Portfolio
Manager Commodities
bij Achmea Investment
Management



verschaffen zich zekerheid over de toekomstige prijs waarop zij handelen. Wanneer er meer brandverzekeringen worden afgesloten, dan leidt dit niet tot een stijging van het aantal woningbranden. Wel leiden meer woningbranden tot een hogere verzekeringspremie. Zo werkt het binnen de grondstoffenmarkten ook. Meer termijncontracten leiden niet tot meer schaarste, maar meer schaarste leidt wel tot hogere prijzen op termijncontracten.

TWEE SOORTEN IMPACT: DIRECT EN INDIRECT

Transacties in termijncontracten hebben geen directe impact op de onderliggende waarde. Er wordt immers niet in de onderliggende waarde gehandeld, maar in het termijncontract. Uiteraard is het mogelijk dat een transactie in een termijncontract leidt tot een transactie in de onderliggende waarde. Dit is dan een indirect effect.

WANNEER VOEDSELPRIJZEN STIJGEN WORDEN DE INSTITUTIONELE BELEGGER VERWETEN DE PRIJS OP TE DRIJVEN

Een termijncontract is een contract tussen twee partijen die op een bepaald moment in de toekomst een bepaald product verhandelen tegen een bepaalde prijs. Als de institutionele belegger één van de twee partijen is, en deze institutionele belegger zelf niet in de onderliggende waarde handelt, dan kan een indirect effect alleen tot stand komen door een transactie van de andere partij in het termijncontract.

De vraag wordt daarmee of het voor de wederpartij uit het grondstoftermijncontract economisch zinvol is om het risico dat deze partij loopt als gevolg van de transactie met de institutionele belegger, met de fysieke grondstof af te dekken. Om het verschil tussen aandelen en grondstoffen duidelijk zichtbaar te maken zal dit eerst op aandelen worden toegepast en daarna op grondstoffen.

BIJ AANDELEN KAN ER SPRAKE ZIJN VAN EEN INDIRECT EFFECT

Stel, een institutionele belegger koopt aandelen middels een termijncontract. De wederpartij van dit termijncontract heeft de verplichting om de aandelen aan het einde van de looptijd van het contract tegen de vooraf afgesproken prijs te leveren. De wederpartij kan dit risico afdekken door:

1. geld te lenen
2. met dit geld de aandelen te kopen
3. deze vast te houden tot expiratie van het termijncontract

Aan het einde van het contract levert de wederpartij de aandelen aan onze institutionele belegger en gebruikt hij de opbrengst om de lening af te lossen. Het dividend dat de aandelen hebben uitgekeerd tussen het moment waarop de wederpartij de aandelen heeft gekocht, en ze heeft geleverd aan de institutionele belegger, mag de wederpartij houden.

De prijs van het termijncontract is dan ook de huidige aandelenkoers, plus de rente die de wederpartij moet betalen, minus de dividenden die de wederpartij verwacht te ontvangen.

Stel dat de aandelenkoers \$100 is, de rente 5% en men een dividend verwacht van 4%. De prijs van een termijncontract voor levering over één jaar is dan $\$100 + \$5 - \$4 = \101

Stel dat de koers van het termijncontract \$102 is. In dat geval zal een slimme marktparticipant:

1. het termijncontract verkopen voor \$102,
2. \$100 lenen tegen een rente van 5%,
3. aandelen kopen voor \$100
4. en deze aanhouden tot expiratie van het termijncontract

Na expiratie van het contract en levering van de aandelen ontvangt de wederpartij \$102, waarna hij de geleende \$100 terugbetaalt. Hij betaalt \$5 aan rente en mag \$4 aan dividend houden. De wederpartij houdt nu $\$102 - \$100 - \$5 + \$4 = \$1$ over. Dit is risicovrije winst en noemen we arbitrage.

Wanneer de prijs van het termijncontract niet \$101, maar \$100 is, dan zal een slimme marktparticipant:

1. het termijncontract kopen voor \$100
2. de aandelen lenen
3. deze aandelen verkopen voor \$100
4. de opbrengst op een bankrekening zetten tegen een rente van 5%

Bij expiratie van het termijncontract is de waarde van de bankrekening vanwege de rente opgelopen naar \$105. Daarvan gebruikt de marktparticipant \$100 om de aandelen mee te kopen. Deze aandelen levert hij terug aan de partij van wie hij ze geleend heeft. Hij moet ook het dividend meeleveren, dat was \$4. De totale winst van de marktparticipant is daarmee: $\$105 - \$100 - \$4 = \1 , zonder dat hij risico gelopen heeft.

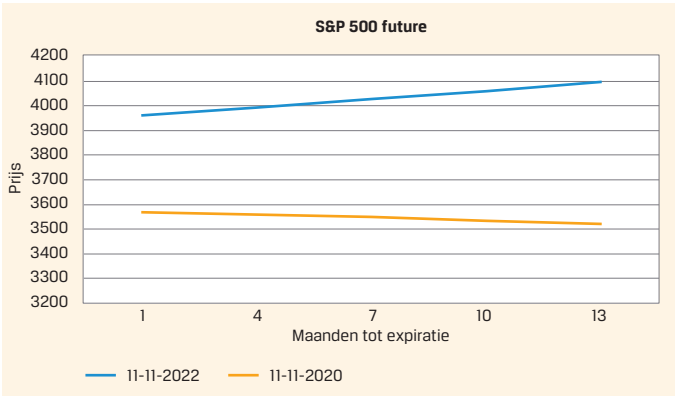
We nemen in dit voorbeeld even aan dat aandelen gratis geleend kunnen worden. Dat is niet juist, maar houdt het voorbeeld wel overzichtelijk.

Bovenstaande twee voorbeelden laten zien dat het in de aandelenmarkt mogelijk is dat transacties in een termijncontract leiden tot transacties in de onderliggende waarde. Dit houdt in dat een belegger in termijncontracten op aandelen een indirect effect heeft op de aandelenprijs.

Een andere conclusie die we kunnen trekken is dat de vorm van de termijncurve wordt bepaald door het verschil tussen rente en dividend. Als de rente hoger is dan het dividend, dan kent de termijncurve positieve steilheid, als de rente lager is dan het dividend kent de termijncurve negatieve steilheid. Figuur 1 geeft dit weer voor de S&P 500 index. In 2020 was de Amerikaanse rente nagenoeg 0 en lag het dividendrendement op ongeveer 1,5%. Wanneer we het dividendrendement van de rente aftrekken komen we op een negatief getal, waardoor de termijncurve op dat moment een negatieve steilheid kende. Op 11 november

2022 was de korte Amerikaanse rente bijna 4% en lag het dividendrendement op ongeveer 1,7%. Wanneer we nu het dividendrendement van de rente aftrekken komen we op een positief getal en zien we een termijncurve met een positieve steilheid. De vorm van de termijncurve van aandelen wordt bepaald door het verschil tussen rente en dividendrendement.

Figuur 1
Vorm termijncurve S&P 500 futures afhankelijk van rente en dividenden



WANNEER GRONDSTOFFEN SCHAARS ZIJN, GAAT DEZE VLIAGER NIET OP

Eenzelfde voorbeeld als bij aandelen kunnen we toepassen op grondstoffen. Stel dat een institutionele belegger grondstoffen koopt middels een termijncontract. De wederpartij van het contract heeft dan de verplichting om aan het einde van de looptijd de grondstoffen tegen de afgesproken prijs te leveren. Om deze positie af te dekken kan de wederpartij de volgende transacties uitvoeren:

- 1. geld lenen
- 2. fysieke grondstof aankopen
- 3. fysieke grondstof opslaan
- 4. fysieke grondstof leveren

Om deze stappen te zetten moet de wederpartij rente betalen over zijn lening en opslagkosten om de grondstof op te slaan. Dit maakt dat de prijs van het termijncontract gelijk is aan:

De prijs van de fysieke grondstof + rente + opslagkosten

Stel dat een vat ruwe olie \$100 kost, dat de rente 5% per jaar is en dat opslagkosten 4% per jaar zijn. Een termijncontract met een looptijd van 12 maanden moet dan een prijs hebben van $\$100 + \$5 + \$4 = \109 . Op het moment dat de prijs \$110 is, dan kan een slimme marktparticipant:

- 1. het termijncontract verkopen voor \$110
- 2. \$100 lenen
- 3. de fysieke grondstof aankopen voor \$100
- 4. de fysieke grondstof opslaan
- 5. de fysieke grondstof leveren

Aan het einde van de looptijd van het termijncontract ontvangt de marktparticipant \$110 en levert hij de grondstof. Hij betaalt de lening van \$100 terug, plus rente van \$5 en de opslagkosten

van \$4. In totaal houdt de marktparticipant \$1 over, zonder risico te lopen.

Mocht het termijncontract een koers van \$108 hebben, dan kan de slimme marktparticipant:

- 1. het termijncontract kopen voor \$108
- 2. de grondstof lenen
- 3. de grondstof verkopen voor \$100
- 4. het geld op een bankrekening zetten tegen een rente van 5%

Op expiratie betaalt de marktparticipant \$108 voor de olie, geeft hij de vaten terug aan de partij waar hij ze van geleend heeft, ontvangt hij de voorraadkosten van deze partij (die heeft de partij namelijk niet hoeven maken), en ontvangt de marktparticipant de rente op de bankrekening.

De totale opbrengst is dan: $\$100 + \$5 + \$4 - \$108 = \$1$.

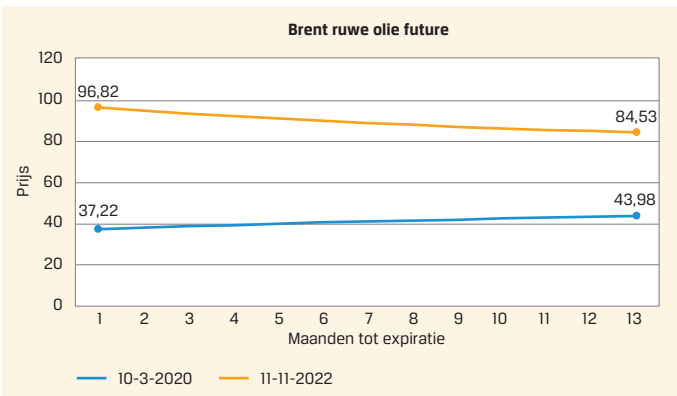
In dit voorbeeld heeft de termijncurve een positieve steilheid. Rente en opslagkosten verhogen namelijk de prijs in de toekomst. In dit soort markten is het mogelijk dat de transacties in termijncontracten leiden tot een beweging van de prijs van de onderliggende fysieke grondstof.

ALS DE ONDERLIGGENDE GRONDSTOF SCHAARS IS, LEIDT HET KOPEN EN OPSLAAN VAN DE FYSIEKE GRONDSTOF ALTIJD TOT EEN VERLIES

Dit voorbeeld is echter niet altijd toepasbaar op grondstoffenmarkten. Dit heeft te maken met de vorm van de termijncurve. Op het moment dat er veel meer vraag is naar een grondstof dan dat er aanbod is, en de voorraden laag zijn, dan ontstaat er een termijncurve met negatieve steilheid.

Figuur 2 laat twee termijncurves van ruwe olie zien. De blauwe lijn is passend bij de situatie zoals uitgelegd in bovenstaand voorbeeld. De oranje lijn hoort bij een markt waar grondstoffen schaars zijn.

Figuur 2
Grondstoftermijncurves worden bepaald door vraag, aanbod en voorraad



De oranje lijn geeft aan marktpartijen het signaal dat zij hun voorraden moeten aanspreken en nu moeten verkopen. Het levert immers meer op om de voorraad nu te verkopen, dan middels een termijncontract dat over 13 maanden expireert. Dit noemen we ook wel de “convenience yield”. De premie die marktpartijen bereid zijn om te betalen om de grondstof snel te bezitten. Omdat:

- grondstoffen gebruikt worden in productieprocessen,
 - de grondstofprijzen doorgaans een klein onderdeel vormen van de totale kosten van een product,
 - en consumenten pas winst maken wanneer het productieproces wordt afgerond,
- zijn partijen bereid om in tijden van krapte meer voor een grondstof te betalen om maar te kunnen blijven produceren. Consumenten concurreren met elkaar om de schaarse grondstoffen en de partij met het meest efficiënte productieproces of de hoogste marge, is in staat om het meeste voor de schaarse grondstof te betalen.

IN EEN KRAPPE MARKT ZAL MEN DUS NOOIT EEN POSITIE AFDEKKEN MET DE FYSIEKE GRONDSTOF

Stel dat een institutionele belegger in een dergelijk krappe markt een positie in een termijncontract met een looptijd van 13 maanden opent. De koers van dit contract op de oranje lijn is \$84,53. Stel dat het contact met een looptijd van 1 maand de prijs voor fysieke olie is.

De enige manier waarop de transactie van de institutionele belegger in het termijncontract tot een stijging van de prijs van fysieke olie kan leiden, is wanneer de wederpartij van de transactie de fysieke olie aanschaft om zijn positie mee af te dekken. Deze partij doorloopt dan de volgende stappen:

1. verkoop termijncontract voor \$84,53
2. leen \$96,82 tegen 4,55%
3. koop fysieke olie
4. sla fysieke olie op

Wanneer het termijncontract afloopt vinden de volgende betalingen en ontvangsten plaats:

1. ontvang \$84,53
2. lever de fysieke olie
3. betaal lening terug (\$96,82)
4. betaal rente (4,55% over \$96,82) á \$4,40
5. betaal opslagkosten

Het totale verlies voor de wederpartij komt in dit geval uit op: $\$84,53 - \$96,82 - \$4,40 - \text{opslagkosten} = \$16,69 + \text{opslagkosten}$. Dit verlies is van tevoren uit te rekenen. Dit betekent dat in een krappe markt de wederpartij van de institutionele belegger zijn positie nooit zal afdekken met de fysieke grondstof. Dit betekent vervolgens dat in een krappe markt, de transacties van institutio-

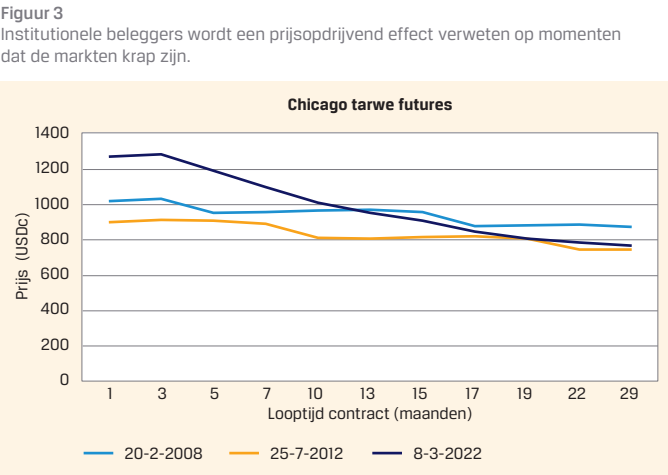
nele beleggers ook geen indirecte impact op de prijs van de fysieke grondstof kunnen hebben.

Zelfs al zou de wederpartij op basis van normale marktomstandigheden de fysieke grondstoffen gekocht hebben om de positie in het termijncontract af te dekken, dan is het voor deze wederpartij nog steeds aantrekkelijker om de positie in het termijncontract te sluiten tegen \$84,53 en de fysieke grondstof te verkopen voor \$96,82. Er is daarmee geen scenario waarbij er in tijden van krapte voorraad aan de markt onttrokken wordt als gevolg van de transacties van institutionele beleggers.

De verschillen tussen aandelen en grondstoffen ontstaan doordat grondstoffen geconsumeerd worden en aandelen niet. Daarnaast is het niet mogelijk om grondstoffen van de toekomst te lenen. Hierdoor ontstaan termijncurves zoals de bovenste lijn in figuur 2. De transacties van institutionele beleggers in termijncontracten hebben hier geen invloed op.

VOEDSEL IS SCHAARS OP HET MOMENT DAT DE MISVATTING DE KOP OPSTEEST

Op de piekmomenten van voedselprijzen, wanneer institutionele beleggers doorgaans verweten worden voor prijsopdrijvende effecten te zorgen, zien de termijncurves er als volgt uit.

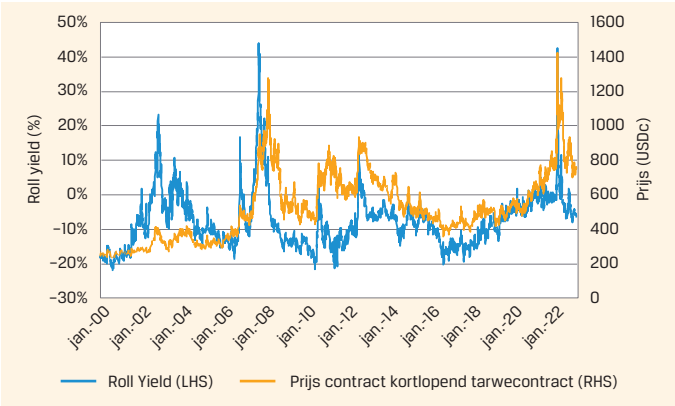


De vorm van de curve op deze drie data is geen incident. Figuur 4 laat de vorm van de tarwecurve (eerste contract versus hetzelfde contract met expiratie één jaar later) zien vanaf 3 januari 2000 tot en met 9 februari 2023. Daarnaast laat het ook de ontwikkeling van het kortlopende tarwecontract zien.

Op momenten dat de prijs van het kortlopende tarwecontract een scherpe stijging laat zien, is de roll yield positief en kent de curve een negatieve steilheid.

De negatieve steilheid van de termijncurves geeft aan dat de markten krap zijn, en de grondstoffen schaars. In dit soort markten kunnen de transacties van institutionele beleggers onmogelijk tot een stijging van de prijs van de fysieke grondstof zorgen, omdat er geen enkele partij is die de andere kant van de trans-

Figuur 4
Wanneer de tarweprijzen sterk stijgen is het financieel onaantrekkelijk om fysieke voorraad aan te houden



actie van de institutionele belegger met de fysieke grondstof af zou dekken. Dit zou bij voorbaat een verlieslatende positie zijn, die om die reden nooit zal worden ingenomen. Er is daarmee in krappe markten geen directe of indirecte impact van de transacties van institutionele beleggers in termijncontracten op de prijs van de fysieke grondstof. Ook kunnen de transacties van institutionele beleggers onmogelijk bijgedragen hebben aan de prijsstijgingen. Het verwijt richting institutionele beleggers is daarmee onterecht.

CONCLUSIE

Institutionele beleggers worden vaak verweten met hun transacties in termijncontracten, de onderliggende grondstofprijzen te verhogen. Deze stelling is echter niet juist. Er zijn twee manieren waarop een institutionele belegger de prijs van de onderliggende grondstof kan verhogen.

- 1. direct: De institutionele belegger koopt de fysieke grondstof
- 2. indirect: De wederpartij van het termijncontract koopt de onderliggende grondstof.

De eerste manier is meestal niet van toepassing: institutionele beleggers kopen geen fysieke grondstoffen, maar werken met termijncontracten.

De tweede manier is in theorie mogelijk, maar alleen wanneer er sprake is van normale marktomstandigheden. Op het moment dat er sprake is van schaarste van de onderliggende grondstof, leidt het kopen en opslaan van de fysieke grondstof tot een direct en zeker verlies voor de wederpartij van het termijncontract. Deze wederpartij zou veel meer verdienen wanneer de fysieke grondstof direct verkocht wordt en de positie in het termijncontract wordt gesloten. Dit geldt ook wanneer er een krappe markt ontstaat nadat de wederpartij de fysieke grondstof gekocht heeft. Dit houdt in dat in een krappe markt, een wederpartij zijn positie in het termijncontract met de institutionele belegger nooit zal afdekken met een positie in de fysieke grondstof.

Voorgaande analyses geven aan dat het argument dat institutionele beleggers met hun transacties voor hogere voedselprijzen zorgen geen stand houdt. Sterker nog grondstofproducenten hebben de posities van institutionele beleggers juist nodig om de

door hen gewenste mate van risicoafdekking te bereiken. In appendix staat dit nader toegelicht.

APPENDIX

1 KOPPELING TUSSEN TERMIJNCONTRACTEN EN DE FYSIEKE GRONDSTOF

Voorgaande analyse heeft aangetoond dat de prijzen van termijncontracten kunnen afwijken van de prijs van de onderliggende grondstof. Waar bij aandelen deze afwijking altijd kan worden hersteld door transacties in de onderliggende waarde te verrichten, gaat deze vlieger voor grondstoffen niet altijd op. De onderliggende waarde is namelijk niet altijd voorhanden. Hiermee ontstaat het risico dat de prijzen van termijncontracten losgekoppeld raken van de prijzen van de onderliggende waarde. Om dit te voorkomen kennen grondstoftermijncontracten fysieke levering, of de mogelijkheid tot fysieke levering. Wanneer het verschil tussen het expirerende contract en de onderliggende waarde te groot is, kan men voor fysieke levering kiezen, om zo te profiteren van dit verschil.

HIERDOOR KAN EEN INSTITUTIONELE BELEGGER NOOIT EEN PRIJSOPDRIJVEND EFFECT HEBBEN OP DE PRIJS VAN DE FYSIEKE GRONDSTOF

Figuur 2 geeft een goed voorbeeld van de werking van fysieke levering. Op het moment dat een termijncontract met een looptijd van 1 maand op \$96,82 handelt en een marktparticipant kan de fysieke olie voor bijvoorbeeld \$90 kopen, dan kan deze marktparticipant het termijncontract verkopen en de fysieke olie kopen. Op expiratie van het termijncontract levert de marktparticipant de fysieke olie en ontvangt er \$96,82 voor. Door deze transacties wordt het verschil tussen beiden verkleind tot het punt dat er niet meer aan verdiend kan worden.

Hierdoor zorgt fysieke levering ervoor dat termijncurves niet lang kunnen afwijken van de prijzen in de fysieke markt, waardoor de termijnmarkt de vraag- en aanbodverhoudingen van de onderliggende grondstof goed weergeeft.

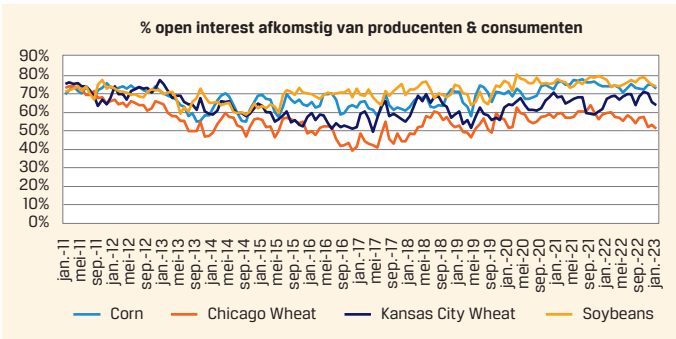
2 GRONDSTOFPRODUCENTEN HEBBEN DE INSTITUTIONELE BELEGERS JUIST NODIG OM DE DOOR HEN GEWENSTE MATE VAN RISICOAFDEKKING TE REALISEREN

De Commodity Futures Trading Commission (CFTC) is de toezichthouder op de Amerikaanse grondstoftermijnmarkten. Deze toezichthouder verplicht marktparticipanten boven een bepaalde omvang om hun posities in grondstoftermijncontracten aan hen te rapporteren. De CFTC aggregeert deze data en publiceert deze met een vertraging. In hun publicatie maken ze onderscheid tussen twee groepen: “commercials” en “non-commercials”. In de groep commercials vallen partijen die betrokken zijn bij zakelijke activiteiten waarvan het risico wordt

afgedekt door het gebruik van de termijn- of optiemarkten. Dit zijn grondstofproducenten en –consumenten. In de groep non-commercial vallen alle partijen die niet als commercial geclassificeerd kunnen worden. Beleggers vallen in deze laatste groep.

Figuur 5 geeft per soort graan aan welk gedeelte van de uitstaande posities door de tijd worden ingenomen door producenten en consumenten.

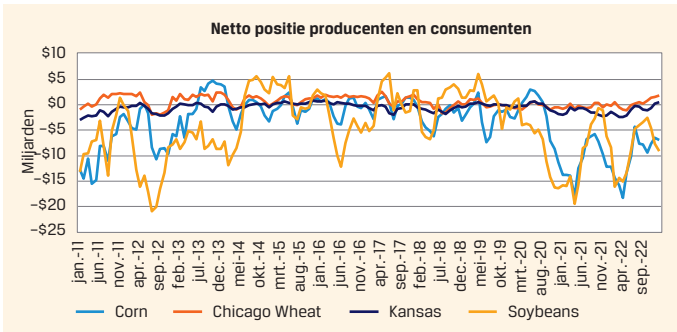
Figuur 5
Producenten en consumenten nemen de meerderheid van de uitstaande posities voor hun rekening



De grafiek laat zien dat het merendeel van de uitstaande posities in termijncontracten doorgaans afkomstig zijn van producenten en consumenten. Voor de vier grootste granen is het aandeel van producenten en consumenten bijna altijd meer dan 50% van het totaal aantal posities. Dit maakt producenten en consumenten (in tegenstelling tot beleggers) dominant in de markten voor deze grondstoffen.

De CFTC maakt ook onderscheid tussen long en short posities. Op basis van deze data is het mogelijk om de netto positie te berekenen van de groep producenten en consumenten. De ontwikkeling van deze netto positie van producenten en consumenten door de tijd is voor de vier granen weergegeven in onderstaande grafiek.

Figuur 6
Producenten verkopen doorgaans meer dan dat producenten kopen en hebben beleggers nodig om hun gewenste mate van risicoafdekking te kunnen realiseren



Figuur 6 laat zien dat netto positie van de groep producenten en consumenten doorgaans een shortpositie is. Dit houdt in dat producenten meer verkopen dan consumenten kopen. Dit betekent dat producenten de transacties van beleggers nodig hebben om hun gewenste mate van risicoafdekking te realiseren. Dit maakt beleggers een welkome groep op de grondstoftermijnmarkten.

Literatuur

- Kojien, R., en Gabaix, X, 2021, In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis, NBER Working Paper No. 28967 Artikel op: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28967/w28967.pdf
- Meijerink, G., 2015, Speculation and volatile food prices: An overview of the debate and research, Seventh UNCTAD Multi-year Expert Meeting on Commodities and Development, 15-16 April 2015 Geneva
- Meijerink, G., Berkum, van, S., Shutes, K en Solano G., 2011, Price and prejudice: Why are food prices so high?, LEI Report 2011-035
- Will, M.G., Prehn, S., Pies, I. en Glauben, T., 2016, Is Financial Speculation with Agricultural Commodities Harmful or Helpful? A Literature Review of Empirical Research, The Journal of Alternative Investments, Winter 2016, 18 (3), 84-102

Wisdom of Crowds, James Surowiecki

Patrick Wierckx, Senior Portfolio Manager bij MN

In deze editie van het VBA Journaal wordt op zoek gegaan naar mogelijke wetmatigheden of vuistregels die in onzekere tijden een houvast kunnen bieden. Ook boeken kunnen ons hierbij helpen. *Wisdom of Crowds* is zo een boek. In tegenstelling tot boeken die vaker in deze rubriek worden besproken, is dit niet een boek dat recent is uitgegeven. Gepubliceerd in 2004 en geschreven door financieel journalist, James Surowiecki, biedt het tijdloze karakter van de inhoud van dit boek de lezer een stevig houvast in deze tijd.

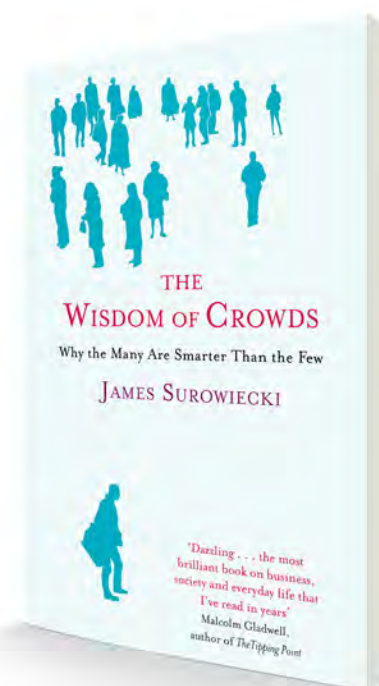
Het ongeveer 300 pagina tellende boek is opgedeeld in twee delen. Vrijwel direct in het eerste deel introduceert de auteur zijn kernboodschap: onder bepaalde condities kunnen de meningen van een groep niet-experts betere resultaten opleveren dan de mening van één of enkele experts. Het vroeg benoemen van deze kernboodschap is een goede keuze van de auteur. Het stelt hem in staat om, aan de hand van vele fascinerende voorbeelden, vanuit deze kernboodschap volgtijdig de condities te beschrijven waaraan voldaan moet worden om groepen effectief te laten functioneren. Zo beschrijft hij onder meer het belang van diversiteit bij het zoeken naar oplossingen. Eveneens laat de auteur zien dat groepen slechts effectief zijn wanneer meningen van individuen onafhankelijk zijn gevormd. Interessant vanuit dit perspectief is ook de paradoxale gedachte dat hoe meer persoonlijk contact de personen hebben binnen een groep, hoe minder goed de uitkomsten zijn van de groep. In de hoofdstukken die hierop volgen, beschrijft Surowiecki op een toegankelijke wijze eveneens de overige condities, waaronder de noodzaak tot een aggregatie mechanisme – een 'markt' waar de meningen van personen tot uitdrukking in komt, zoals bijvoorbeeld een aandelenmarkt.

Op basis van de inzichten die de lezer in het eerste deel verwerft, beschrijft de auteur in het tweede deel van het boek een aantal toepassingen. Het tweede deel is daarmee praktijkgerichter dan het eerste deel dat zich voornamelijk richt op de onderbouwing van zijn kernboodschap. De auteur behan-

delt in het tweede deel niet alleen de mogelijkheden om kleinere groepen, zoals comités, effectiever te laten functioneren, maar ook hoe binnen ondernemingen betere besluiten kunnen worden genomen door gebruik te maken van kennis uit meerdere bronnen. Eveneens bespreekt de auteur in het tweede deel de wijze waarop aandelenmarkten functioneren gezien vanuit de mate van onafhankelijke meningsvorming en de diversiteit van meningen. De auteur laat hierbij overtuigend zien dat een beperkte diversiteit en een beperkte mate van onafhankelijke oordeelsvorming kan leiden tot onwenselijke prijsvorming. Het boek wordt afgesloten met een hoofdstuk waarin wordt beoordeeld hoe democratieën voldoen aan de condities die een groep personen tot een effectieve besluitvormer maakt. Surowiecki sluit dit hoofdstuk treffend af met de woorden:

"The decisions that democracies make may not demonstrate the wisdom of the crowd. The decision to make them democratically does."

Niet alleen haalt de auteur veel onderzoeken aan in zijn boek, maar hij legt ook uit hoe de lessen hieruit kunnen worden toegepast in de praktijk. Daardoor is het boek voor iedereen die met groepsdynamiek te maken heeft van grote waarde; van beleggers die te maken hebben met prijsvorming door marktparticipanten, tot managers, die teams effectief willen laten functioneren. De vele voorbeelden maken het boek tot een leesbaar en toegankelijk boek. De toegankelijkheid wordt verder bevorderd door de keuze van de auteur



Auteur: James Surowiecki
Uitgever: Little, Brown Book Group
ISBN: 978-0349116051

om weg te blijven van het gebruik van statistische onderbouwingen voor zijn boodschap, dat knap is gezien het onderwerp. Zijn er dan helemaal geen kritiekpunten? Nee, wel een aandachtspunt. Sommige lezers kunnen het tweede deel van het boek, met onder meer uitweidingen naar de effectiviteit van de wetenschap, comités, en zelfs democratieën wellicht ervaren als te veel afleidend van de kernboodschap. Een lezer kan er dan ook prima voor kiezen om te volstaan met het lezen van het eerste deel van het boek. De keerzijde hiervan is dat het tweede deel juist een reflectie is van het groot aantal raakvlakken dat de kernboodschap van dit boek heeft en de lezer inspiratie geeft om te zien hoeveel verbeteringen nog te behalen zijn in verschillende domeinen. Afsluitende, kan dit boek ook de lezer helpen om vuistregels te onderscheiden die wel de test van de tijd kunnen doorstaan. Zo laten de lessen uit dit boek zien dat waardevolle inzichten worden verkregen als wordt beoordeeld in hoeverre vuistregels zijn ontstaan door een onafhankelijke meningsvorming en op basis van een diversiteit aan meningen. Zeker lezen dus.

Controllability is dead. Long live responsibility!

We have been asked to take a reflective stance towards risk management approaches and discuss one of the many myths and delusions. To start, it is important to say that all organizations and formulated goals are a mental construct. I mean: you are able to touch e.g. the office property, the desks, (if allowed) your colleagues, but you can neither touch the organization nor its goals. An organization is basically the aggregate of the behaviour and decisions of the individuals at a certain location, at a certain time. The organization exists in our minds and this makes that every organization reaps the benefits of, or gets hindered by the (mis-)understanding of the conscious and unconscious behaviour of its members.

Some might say there is more and will point at the various documents which set out the formal boundaries of an organization, define its task, the various roles and distribution of authority. And it is certainly true that mission statements, strategies, fund prospectuses, control frameworks and other documents exist to guide the members of an organization towards an envisioned goal. All of this is helpful as corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on investment. To put it differently, it creates a system in which people act. The cynical news is; research has shown that all banks and institutions, both the good

and the bad, had their corporate governance well described and accordingly implemented before the Global Financial Crisis hit. So while there is a system, it doesn't tell anything about the behaviour in the system. Despite this finding of among others Kees Cools (2014), there was a predictable legislative and societal reflex after the crisis. A reflex requiring the implementation of a modified system with further segregation of duties, more countervailing power and supervision for all organizations. Probably with good intentions, yet a one-size-fits-all solution which stereotypically put all banks, institutions and regulators in the same bucket called 'bad'. Which is probably efficient, but far from motivating and effective.

According to Manfred Kets de Vries (2020) people are well intended, yet

aggressive primates with a will to survive. Since the

implementation of formal post-GFC frameworks I perceive a formal need to stand apart from my colleagues in other departments or lines of defence. At times I notice an aggressive them-and-us-mentality has emerged within organizations. A mentality especially the various scapegoated use in order to prove their countervailing power and to make sure they will not be blamed again. While their colleagues might feel attacked by this approach. According to the director of the TV series 'Planet Finance', many people in our sector

don't see the bigger picture anymore. I am curious what she means, but I intuitively feel she is onto something.

By all means, let's not forget it is us human beings who have a moral compass too. Based on morality, we can take responsibility, be held responsible and hold others responsible. This is why we have to take risks and be courageous. Especially in a social context like an organization, but also in society in general. Whenever we stop acting, nothing will happen. We have to put things in motion. Get out of our comfort zones, have the guts to take social risks, speak up in groups, give feedback and challenge. To put it simple: connect and communicate. Break out of perceived isolation, silos and narrow focus. The clue is that everything that has been written, created, or is happening, is prone to interpretation. Acknowledge and accept differences! When I mention Van Gogh, do you think about a famous painter, or about a murdered cineaste, or something else? Our associations are probably and hopefully very diverse. But without asking me, you will not know what I intended to refer to. Let's be humble enough to create an open and safe environment for sharing perspectives and learning. So we get a better discussion about reality. Let's then be courageous and use this shared view of reality for taking meaningful actions. A fully controlled organization exists in Utopia. A responsible organization provides hope for the future!

On behalf of the Risk Management Committee,
Randy Caenen



COMMISSIES/VOORZITTERS 2023

Bestuur van de Vereniging
Melinda Rook MSc RBA MBA, voorzitter
Cees Harm van den Berg CFA, vicevoorzitter en penningmeester
Alex Morozov CFA
Ir. Anisa Salomons
Dr. Inge van den Doel
Vincent Stap CFA
Raphie Hayat CFA
Noortje Draper RBA
Linde Kok CFA

Klachtencommissie
Mr. Peter Wortel, voorzitter
Financiële commissie
Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter
Programmacommissie
Drs. Okko Rabeling RBA, voorzitter

Commissie Asset & Liability Management
Drs. Eric Mathijssen, voorzitter
Commissie Risk Management
Jeffrey Hennen MSc RMFI, voorzitter
Commissie Verantwoord Beleggen
Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter
Commissie Private Equity
Berg De Bleecker CFA, voorzitter
Commissie Tactische Asset Allocatie
Drs. Ineke Valke RBA, voorzitter

Commissie Vastgoed
Jan Dobiáš CFA, voorzitter
Commissie Private Banking
Mr. Hans Volberda MM, voorzitter
Commissie Investment Performance Measurement
Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI, voorzitter

Commissie Behavioral Economics
Drs. Wim Zwanenburg, voorzitter
Commissie Ethiek en Integriteit
Mr.drs. Vandana Doekhie, voorzitter
Commissie Actief Beheer
Stevens Boumans CFA, voorzitter
Candidates and Students Committee
vacature
Career Development Committee
Yiyi Huang CFA
Education Committee
Arjen Monster, voorzitter
CFA Institute Research Challenge
Alex Morozov CFA, voorzitter
Quant Committee
Dr. Pieter Jelle van der Sluis, voorzitter
European Quant Awards
Bob Jansen CFA, voorzitter
Women in Investment Management
Tsveta Ivanova CFA

Advocacy Committee
Dr. Alwin Oerlemans CFA FRM
Research Challenge
Alex Morozov CFA
CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Regional Investment Performance Subcommittee EMEA
Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI
CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Global Investment Performance Standards Council
Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI
Dutch Commission on Bonds (DCB) en European Bond Commission (EBC)
Drs. Rolf Vesters RBA, voorzitter

CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in de Raad voor de Jaarverslaggeving
Drs. Hikmet Sevdican RBA
Commissie ter beheer van VBA reserves
Jens van Egmond MSc RMFI CFA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het bureau van CFA Society Netherlands.
Telefoon: 020 - 299 6590

COLOFON

VBA Journaal
is een uitgave van CFA Society Netherlands.
Het VBA Journaal verschijnt vier keer per jaar.

Hoofredacteur
Dr.ir. Gerben de Zwart CFA

Adjunct Hoofredacteur
Vacature

Redactie
Drs. Mark Geene RBA RMFI
Dr. Dirk Gerritsen
Dr. Jan Jaap Hazenberg RBA
Dr. Roy Hoevenaars
Mr.drs. Manon Hosemann
Ronald Kok MSc RBA
Frederik Mannaerts CFA
Dr. Sander Nooij CFA
Drs. Michel Wetser RBA

Auteursinstructie
zie: www.cfasociety.nl

Fotografie en illustraties
Cor Salverius fotografie
Max Kisman

Redactieadres & opgave advertenties
CFA Society Netherlands – Irma Willemsen
telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfasociety.nl

Abonnementen
CFA Society Netherlands
Professor J.H. Bavincklaan 7
1183 AT Amstelveen
telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfasociety.nl
Abonnementenprijs 2023:
€ 54,50 inclusief btw en verzendkosten

Opmaak en realisatie
 az grafisch serviceburo bv,
Den Haag. www.az-gsb.nl

Cover ontwerp
Max Kisman

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.
Het VBA Journaal noch de auteurs beogen met de geplaatste artikelen beleggingsaanbevelingen te doen. De inhoud van de artikelen dienen dan ook uitdrukkelijk niet als zodanig te worden opgevat. Eventuele verwijzingen in de geplaatste artikelen naar specifieke financiële instrumenten strekken slechts ter illustratie dan wel onderbouwen enkel de beschrijving van feiten.

ISSN-nummer 0920-2269
Copyright © 2023
CFA Society Netherlands

