

DE IMPACT VAN BEDRIJVEN DIE NEDERLAND VERLATEN

JAARGANG 40 | NUMMER 158 | NAJAAR 2024

SMART engagement:
A hybrid approach
to non-sustainable
companies

12

Nederlandse beleggers
ontdekken de wereld

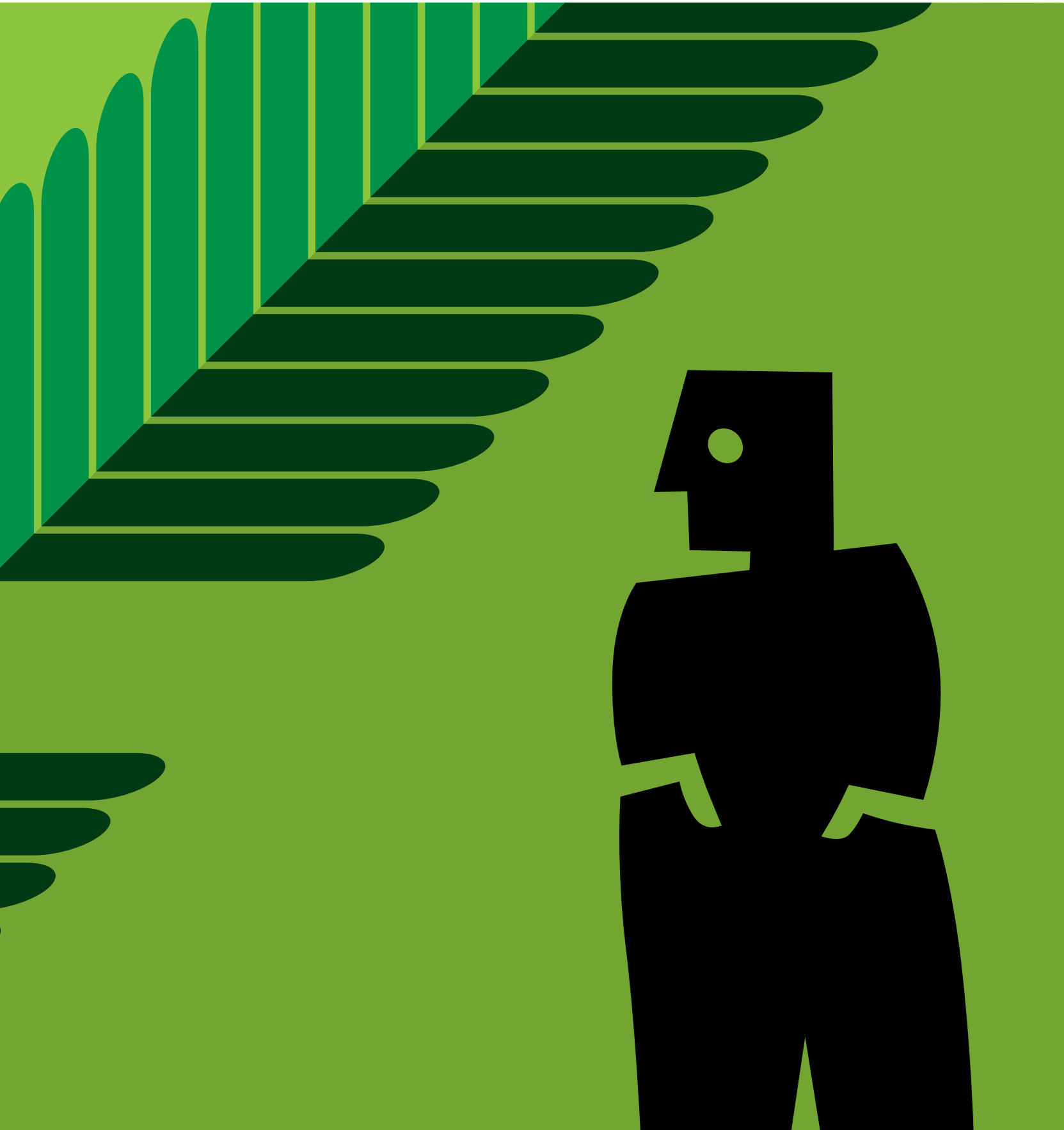
16

Overheid moet stabiel
baken worden

22

Zet in op beleggers
om de nieuwe Shells
en Unilevers te lokken

29



Inhoud

EDITORIAL

Zomerse mijmeringen over het Nederlandse vestigingsklimaat 3

Manon Hosemann en Ronald Kok

PRAKTIJK

SMART engagement: A hybrid approach to non-sustainable companies 12

Andres van der Linden and Dirk Schoenmaker

ONDERZOEK

Nederlandse beleggers ontdekken de wereld 16

Koen Schweers

INTERVIEW

Overheid moet stabiel baken worden 22

Ronald Kok

INTERVIEW

Europa smacht naar een volledig geharmoniseerde kapitaalmarkt 24

Ronald Kok

INTERVIEW

Locatie-discussie vaak kortzichtig 26

Ronald Kok

OPINIE

Zet in op beleggers om de nieuwe Shells en Unilevers te lokken 29

Gerben Everts

COLUMN

Verlaten geliefde 32

Anna Dijkman

VERDER IN DIT NUMMER

Uit de Vereniging

Human rights: Blind spots in responsible investing 4

Ridzert van der Zee

VBA Journaal – CFA Society Netherlands Annual Dinner 2024

Cees Harm van den Berg, Richard Sanders and John Kuijt

Wetenschappelijk talent

Gebrek aan liquiditeit is een belangrijke frictie in financiële intermediaatie 33

Lennart Dekker

Bookreview

Book review "The Market Mind Hypothesis" by Patrick Schotanus 34

Rogier van Aart

CALL FOR PAPERS

Beleggen in het nieuwe pensioencontract

Het VBA Journaal nodigt auteurs uit om bij te dragen aan het voorjaarsnummer 2025 over "Beleggen in het Nieuwe Pensioencontract". Deze editie beoogt in te gaan op de diverse aspecten van beleggen in de Wtp, zowel ná overgang als in voorbereiding op de overgang.

Achtergrond

De introductie van de Wet Toekomst Pensioenen brengt significante veranderingen met zich mee voor wat betreft vermogensbeheer. Portefeuilleconstructie zal zich richten op lifecycle's en het nut van beleggingscategorieën en -strategieën zal geplaatst moeten worden in de context van het nieuwe, meer persoonlijke, pensioencontract. Ook brengt het nieuwe pensioencontract vragenstukken omtrent (onder andere) het beheer en borgen van liquiditeit; verantwoord beleggen en deelnemerscommunicatie. En hoe gaan pensioenfonds om met de beleggingen in aanloop naar de transitie, met de-risking of juist niet?

Thema's

We nodigen bijdragen uit die ingaan op, maar niet beperkt zijn tot, de volgende onderwerpen:

1. ALM (Asset Liability Management)

- Analyse van mogelijke waardeoverdrachten tussen generaties
- ALM in het oude versus het nieuwe pensioencontract
- De impact van een 'vlakke' premie op het beleggingsbeleid
- Implicaties voor lange-termijn beleggingsstrategieën

2. Beleggingsrisico's

- Aandelen- en renterisico rond of nabij het transitiemoment
- Veranderingen in liquiditeitsrisico, bijvoorbeeld als gevolg van swapoverlays bij uitbetalingen
- Nieuwe risico-overwegingen in het licht van het nieuwe contract

3. Beleggingskansen

- Verkenning van nieuwe beleggingscategorieën
- Integratie van duurzaamheidscriteria
- Herziening en optimalisatie van lifecycle-benaderingen

4. Uitvoering en Executie

- Implementatie van overlaystrategieën
- Mogelijkheden voor dynamische of tactische asset allocatie
- Liability-Driven Investment (LDI) strategieën in het nieuwe contract

5. Operationele Uitdagingen

- Uitdagingen in de administratie en keten-beheer
- Waarderingsmethoden voor illiquide beleggingen
- Technologische vereisten en innovaties voor effectief beheer

6. Fiduciair Management

- Belangenbehartiging voor verschillende leeftijdscategorieën
- Governance-structuren en besluitvormingsprocessen

7. Communicatie

- Deelnemersgericht communiceren over ontwikkelingen in het pensioenvermogen

8. Vergelijkende Analyses

- Contrasten tussen het vormgeven van portefeuilles in het oude en nieuwe contract
- Internationale vergelijkingen met vergelijkbare pensioen-transities

Criteria voor Acceptatie

- Originaliteit en relevantie voor het thema
- Diepgang van analyse en onderbouwing
- Praktische implicaties voor professionals in de sector
- Helderheid en toegankelijkheid van presentatie
- Beperkt gebruik van Artificial Intelligence; de inhoud moet voornamelijk het originele werk van de auteur(s) zijn

We moedigen zowel academici als professionals uit de praktijk aan om bij te dragen.

Via deze call for papers roepen wij geïnteresseerde auteurs op voor 15 november 2024 een samenvatting van hun bijdrage te sturen naar de redactie (irma.willemsen@cfasociety.nl). Het moet daarbij gaan om oorspronkelijk werk dat nog niet elders is gepubliceerd. Het artikel kan zowel in het Engels als Nederlands worden aangeboden.

Voor meer informatie over auteursinstructies en voorbeelden van eerdere publicaties, bezoek onze website <https://cfasociety.nl/en/vbajournaal>.

We kijken uit naar uw waardevolle bijdragen aan dit cruciale onderwerp in de Nederlandse pensioensector.

Zomerse mijmeringen over het Nederlandse vestigingsklimaat

Wij hopen dat u terug kan kijken op een rustige zomer.

Tijdens de relatief rustige weken die de zomervakantie doorgaans met zich brengt, konden wij ons verdiepen in de vraag hoe het nu staat met het Nederlandse vestigingsklimaat. Hoewel in het verleden vaker Nederlandse bedrijven hun hoofdkantoor, of activiteiten (deels) buiten Nederland hebben verplaatst, heeft het vertrek van oer-Nederlandse namen als Unilever, Shell en Aegon eens te meer de aandacht gevestigd op de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland voor bedrijven. Dat die aantrekkelijkheid af en toe publiekelijk in twijfel wordt getrokken is inmiddels wel bekend. Dat geldt ook voor de redenen: te strenge (ESG-)wetgeving, te hoge belastingen, de (mogelijke) versobering om expats aan te trekken.

Wij vroegen ons af of wij ons zorgen zouden moeten maken over deze tendens. Leidt het daadwerkelijk tot verlies van banen en belastinginkomsten? Er komen immers ook buitenlandse bedrijven naar Nederland toe. Denk aan Microsoft, Google, Netflix en Uber.

Betekent een vertrek uit Nederland wellicht dat je als aandeelhouder minder invloed zou kunnen uitoefenen, zou het de Nederlandse energietransitie kunnen vertragen, en wat zou het kunnen betekenen voor de beleggingsportefeuille van beleggers? Van particuliere beleggers is bekend dat zij doorgaans een sterke home bias hebben voor binnenlandse titels. Dat laatste is de rode draad in de bijdrage van Koen Schweers. Hij constateert dat het wegtrekken van bedrijven uit Nederland de home bias van particulieren beleggers op de proef heeft gesteld. Gelijktijdig is er een 'silver lining'. Er is geen directe aanwijzing dat particulieren zich bij het inrichten van hun portefeuille laten beperken door het wegtrekken van bedrijven uit Nederland, en dat dit laatste ook geen negatieve impact heeft gehad op het behaalde rendement.

Dat het vertrek van het hoofdkantoor uit Nederland bepaald niet hoeft te betekenen dat je als investeerder minder invloed kan uitoefenen op het duurzaamheidsbeleid van het bedrijf, leggen Andres van der Linden en Dirk Schoenmaker uit in hun bijdrage. Zij pleiten voor een 'engagement' proces dat voldoet aan de SMART-

voorwaarden: Specific, Measurable, Achievable, Relevant en Timebound.

De vaste columnist van het VBA Journaal, Anna Dijkman, helpt ons kritisch kijken naar emoties en een verborgen aanname die ingebakken was in de call voor papers: moeten we alle bedrijven wel in Nederland willen houden?

Uiteraard mocht bij dit thema natuurlijk ook de visie van beursuitbater Euronext niet ontbreken. Zijn de verschuivingen van bedrijven voor hen non-issues of niet? We bespreken het met Euronext Amsterdam CEO René van Vlerken. Hij stelt dat één Europese centrale kapitaalmarkt een absolute must is. Ook spraken wij met de VEB over het vestigingsklimaat waarbij tevens het investeringsklimaat aan bod kwam. In Middelburg stelt directeur Gerben Everts dat het tijd is voor actie om juist het investeringsklimaat te verbeteren. In Europa en Om die ambitie te bereiken hij brengt hij 3 concrete actiepunten in.

Met het trio Jaap Koelewijn, Leen Paape en Sylvester Eijffinger bespraken we de uitdagingen voor de Nederlandse overheid rondom het vestigingsklimaat. De consensus is dat het verdienvermogen van Nederland absoluut geoptimaliseerd moet worden en dat beleid stabiel wordt.

Eumedion directeur Rients Abma onderstreept in ons interview met hem dat we een strikt onderscheid moeten maken tussen de statutaire zetel, de primaire notering en het hoofdkantoor. Dit wordt nu te vaak op 1 hoop gegooid. Hij waarschuwt voor een rat race in Europa om bedrijven steeds meer te paaien.

De redactie van het VBA Journaal wenst de lezer een fijne herfst en hernieuwde inzichten veel leesplezier met deze editie over het Nederlandse vestigingsklimaat.

Namens de redactie,
Manon Hosemann
Ronald Kok

Human rights: Blind spots in responsible investing

Mensenrechtenschendingen zijn helaas een realiteit en raken veel investeringsportefeuilles. Om te begrijpen hoe beleggers dit risico kunnen verminderen, bekijken we de casus van de zonnepaneelindustrie. Deze benadering kan ook als voorbeeld dienen voor andere casussen.

Zonnepanelen zijn essentieel voor de energietransitie. Echter, bij de productie van panelen bestaat het risico op dwangarbeid en mensenrechtenschendingen. De uitdaging is hoe investeerders kunnen bijdragen aan de energietransitie door te investeren in zonnepanelen die zonder dwangarbeid worden vervaardigd. De Committee Responsible Investing en Advocacy Committee van CFA Society Netherlands organiseerden een rondetafelgesprek met meer dan twintig experts. De discussie werd benaderd vanuit verschillende perspectieven, met vijf presentaties als basis voor een uitgebreid gesprek tussen de deelnemers aan de Roundtable. In dit verslag volgt een weergave van de presentaties en een slotbeschouwing.

De key-note sprekers bij de Roundtable waren:

Martine Kruitbos (Advisor Responsible Investment bij MN)
Michiel van Schalkwijk (Managing Director SOLARWATT Benelux)
Rogier Crijns (Independent Advisor)
Joris Laseur (Engagement Manager bij Morningstar Sustainability)
Sebastiaan Reinders (Global Co-hoofd Research Sustainable Investment Platform bij GSAM)

Martine Kruitbos (MN) 'Regelgeving wordt steeds meer 'hard law'. Het niet voldoende doen van due diligence is een juridisch risico'

Kruitbos licht toe dat de regelgeving evolueert van 'zachte' naar 'harde' wetgeving. Zachte wetgeving omvat vrijwillige standaarden. Regeringen zagen de tekortkoming in van het vrijwillige karakter van deze standaarden waarna een logisch

vervolgstap bestond uit de omzetting van de daarin opgenomen principes in (nationaal) afdwingbare wetten. Sindsdien is ook op basis van harde wetgeving vereist dat bedrijven de risico's van hun bedrijfsvoering op mens en milieu identificeren en tegengaan. Er zijn in de evolutie van wet- en regelgeving een aantal golven te onderscheiden:

- De eerste golf betreft de verplichting tot transparantie: specifieke verklaringen en uitleg over de toeleveringsketen. De gedachte hierachter was om een 'race to the top' te stimuleren. Echter, het handhavingsmechanisme blijkt zwak, wat resulteert in een oppervlakkige nalevingscultuur.
- De tweede golf betreft een codificatie van het Due Diligence Framework; een framework dat in de vrijwillige standaarden al was geïntroduceerd. Op basis hiervan moeten bedrijven een aantal stappen doorlopen om negatieve effecten van hun

bedrijfsvoering (inclusief de toeleveringsketen) tegen te gaan. Het gaat kortgezegd om het inrichten van beleid en processen, het treffen van maatregelen, monitoring van de effectiviteit daarvan en het transparant rapporteren over uitkomsten.

- De derde golf omvat invoercontroles (zoals de Amerikaanse Uyghur Forced Labor Prevention Act), die leiden tot een verbod op producten uit Xinjiang en een omgekeerde bewijslast voor de weerlegging van dwangarbeid.

De Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) is in mei 2024 aangenomen door de Europese Raad en per 5 juli 2024 van kracht. Het doel van CSDDD is het bevorderen van duurzaamheid in de Europese economie en het verantwoordelijk houden van bedrijven voor hun impact op zowel hun eigen bedrijfsvoering als hun toeleveringsketens. Het verschil tussen de CSRD en de CSDDD is dat de CSRD



organisaties verplicht om te rapporteren over hun impact op mens en milieu en de CSDDD ervoor zorgt dat organisaties daadwerkelijk actie gaan ondernemen om de negatieve impact tegen te gaan. De financiële sector, voorzover zij onder de reikwijdte valt van de CSDDD, moet vooralsnog hieraan voldoen in hun eigen operaties en stroomopwaartse activiteiten, maar niet stroomafwaarts. Desalniettemin kan dit toch gezien worden als een mijlpaal voor de codificatie van het due diligence framework uit 'zachte wetgeving' in 'harde wetgeving' op Europees niveau, dat moet worden omgezet in nationaal recht.

Uitdagingen bij rapportageverplichtingen zijn dat definities vaak onduidelijk zijn, wat leidt tot een theoretische benadering zonder duidelijke impact 'on the ground'. Ook is de wet- en regelgeving op dit moment gefragmenteerd en is de overvloed aan regelgeving, rapporten, vragenlijsten en beleidsmaatregelen overweldigend. De ervaring die de financiële sector heeft opgedaan binnen de diverse convenanten (zoals het IMVB-convenant) biedt echter een solide basis en kader (gebaseerd op UN Guiding Principles on Business and Human Rights and OECD Guidelines) om te voldoen aan de huidige wetgeving, wat een goed beginpunt is. Hiermee zijn beleggers al een heel eind op weg om aan veel wet- en regelgeving te voldoen.

Michiel van Schalkwijk (SOLARWATT): Zonnepanelen zonder dwangarbeid zijn mogelijk, maar dat gaat niet vanzelf

Van Schalkwijk gaat in op de productie van zonnepanelen: De regio Xinjiang beschikt zowel over goedkope steenkool, silicium en goedkope (dwang)arbeid. Met deze drie factoren zijn zonnepanelen goedkoop te

produceren. Ongeveer 80 procent van de wereldwijde productie van zonnepanelen is afkomstig uit China, waarvan ongeveer 40 procent zijn oorsprong vindt in Xinjiang. Het vervaardigen van zonnepanelen gaat gepaard met veel energieverbruik. Door hoofdzakelijk gebruik te maken van steenkolen is in Xinjiang het productieproces daardoor CO₂-intensief. De publicaties 'In Broad Daylight' en 'Over-Exposed' van de universiteit van Sheffield onthullen hoe gedwongen arbeid in de Oeigoerse regio doorwerkt in de internationale toeleveringsketens voor zonne-energie. Maar, hoe zeker is dit? En wat is de blootstelling?

Er zijn grote spelers die niet kunnen ontkomen aan toelevering vanuit Xinjiang. Er zijn echter ook ketens vrij van gedwongen arbeid. Hiernaast is het mogelijk om zichtbaar te krijgen of een onderneming laat produceren dan wel betrokken is in Xinjiang. Veel Chinese bedrijven staan open voor gesprek onder bepaalde voorwaarden; ze willen graag handeldrijven met het Westen, maar echte westerse due diligence is onmogelijk. Het is voor Chinese bedrijven moeilijk om over gedwongen arbeid te spreken. Er moet een middenweg worden gevonden tussen de directe benadering en wat binnen de Chinese context mogelijk is. Dit kan door bedrijfsbezoeken en het opdoen van lokale contacten. Natuurlijk krijg je tijdens bedrijfsbezoeken niet alles te zien en een bezoek aan Xinjiang regio is niet mogelijk, maar het legt wel de basis voor een relatie waarin gevoeliger onderwerpen kunnen worden besproken. Duurzame energie is een minder gevoelig onderwerp waarmee je indirect veel kan bereiken. Door aan te geven de behoefte te hebben aan zonnepanelen die met weinig CO₂-uitstoot zijn geproduceerd, is de productie

in een andere regio logischer. Hiermee wordt de kans op dwangarbeid aanzienlijk verminderd.

De energietransitie kan doorgaan op een manier die vrij is van gedwongen arbeid. Echter, een ondergrens stellen voor gedwongen arbeid betekent dat bronnen schaarser worden, je meer audits moet uitvoeren en bedrijven moet bezoeken, wat betekent dat de prijs van zonnepanelen stijgt, maar niet zo veel dat het onrendabel wordt. Ter indicatie: 45 cent per watt versus 40 cent per watt piek.

Rogier Crijns: inzicht in de misstanden van Chinese zonnepanelen!

Crijns begint met een stuk historie over hoe Xinjiang eind jaren '40 van de vorige eeuw onderdeel werd van China.

Decennialange onderdrukking van islamitische minderheden van Turkse afkomst in Xinjiang, zoals de Oeigoeren, heeft geleid tot bomaanslagen en rellen. Met verwijzing naar terrorismebestrijding heeft de Chinese regering tussen één en twee miljoen Oeigoeren opgesloten in kampen in Xinjiang. Satellietbeelden hebben onthuld dat sommige van deze kampen naast zonnepaneelfabrieken staan, waar gedwongen arbeid plaatsvindt. Door arbeidstransfers vanuit Xinjiang worden dwangarbeiders over heel China verspreid, wat resulteert in een mix van 'schone' en 'vuile' producten, wat de toeleveringsketen complex maakt.

In China kunnen auditors niet zonder gevolgen dwangarbeid rapporteren, en Xinjiang is hermetisch afgesloten. Daarom voeren gerenommeerde accountantskantoren geen audits meer uit op dit gebied. Vertrouw daarom niet op audits, certificaten,

AGENDA		
7 november 2024	26 november 2024	17 december 2024
ALM in a changing (pension) world	Climate beliefs and scenarios: practical approaches in asset management with BNP Paribas Asset Management	Economic Outlook 2025
		
20 november 2024		
Dutch Round Table on Investment Performance Measurement		
		

gedragscodes of lidmaatschap van het UN Global Compact.

Om duurzaamheid te stimuleren, bieden banken, gemeentes en organisaties als Vereniging Eigen Huis en Consumentenbond hun klanten zonnepanelen aan. Echter, ondanks beloftes van transparantie en objectiviteit, ontbreekt het veelal aan voldoende informatie over de toeleveringsketen. Hierdoor worden klanten niet goed in staat gesteld om volledig geïnformeerde besluiten te nemen over aanschaf. Branchevereniging Holland Solar zou hier een meer informatieve en verantwoordelijke rol in kunnen of moeten vervullen.

China's invloed reikt tot in islamitische landen, die, net als vele andere "Global South-landen", meewerken aan de deportatie van gevluchte Oeigoeren naar China. Ook dit is een significante blinde vlek. Door strengere wetgeving in het Westen kan een waterbed-effect optreden, waarbij "schone" producten naar het Westen worden geëxporteerd, terwijl de "vuile" producten naar andere landen gaan.

Is deze situatie te verbeteren? Zeker, met gefaseerde wetgeving en strikt toezicht op de import van Chinese zonnepanelen (of onderdelen), de (duurdere) Amerikaanse alternatieven en nieuwe productietechnieken. Het is cruciaal dat de Europese industrie op gelijke voet kan concurreren. Mogelijke maatregelen omvatten het heffen van importtarieven (om "gratis arbeid" en

Chinese staatssteun tegen te gaan) en het Carbon Border Adjustment Mechanism (voor de extra CO₂-uitstoot van de productie met behulp van steenkool).

**Joris Laseur (Morningstar Sustainability):
"Met engagementdialoog komen oplossingen in zicht"**

Laseur gaat in op hoe je komt tot een handelingsperspectief voor investeerders. De productieketen van zonnepanelen is sterk afhankelijk van China. Zorgen over arbeidsomstandigheden in China, zijn lastig voor het bedrijfsleven om te adresseren vanwege een gebrek aan ketentransparantie. Een gemakkelijkere ingang biedt de transitie naar schone energie. De productie van de materialen in zonnepanelen vergt veel energie en de regio Xinjiang bood aanvankelijk de goedkoopste energie in de vorm van kolencentrales. Er is inmiddels wel een sterke business case om zonnepanelen met schone energie te produceren. De energietransitie is ook in Xinjiang in gang gezet en verscheidene bedrijven openen nieuwe productielocaties in andere delen van China waar hernieuwbare energie al meer beschikbaar is. In de ervaring van Morningstar Sustainability zijn Chinese bedrijven vaak goed aanspreekbaar en welwillend. Ze hebben ook ontdekt dat hun commerciële belangen baat kunnen hebben bij transparantie en maatschappelijk verantwoord ondernemerschap. Het is mogelijk om risico's in de keten te benoemen en te bespreken, maar de afhankelijkheid van lokale autoriteiten is groot en lijkt echte

oplossingen nog in de weg te staan. Het helpt als engagement zich richt op haalbare doelstellingen voor bedrijven. Door bedrijven ook de vraag te stellen over wat zij nodig hebben voor de gewenste verandering kan je soms meer bereiken dan door hen de les te lezen.

Het dilemma lijkt dat de transitie naar een CO₂-neutrale economie, waarin zonnepanelen essentieel zijn, tegenover misstanden in arbeidsomstandigheden geplaatst wordt. Voor de productie van zonnepanelen is de hele wereld inmiddels dusdanig afhankelijk van China dat uitsluiting niet voor de hand ligt. De oplossing zal gezocht moeten worden in dialoog. Uit de engagementervaringen van Morningstar Sustainability blijkt dat er kansen liggen om samen aan langetermijnoplossingen te blijven werken.

Sebastiaan Reinders (GSAM) 'Je kan meer weten dan je denkt'

Reinders licht toe wat je als belegger kunt doen. Er zijn grofweg drie clusters binnen asset management waar mensenrechten overwegingen gemaakt kunnen worden: onderzoek, stewardship, portefeuillebeheer. Data is hierbij cruciaal: de uitdaging is de beperkt beschikbare informatie die wordt aangeboden te benutten met nieuwe technieken en hierdoor betere informatiepositie te vergaren.

Een van de marktontwikkelingen die complementair is aan de al wat langer bestaande 'gestructureerde data' is natural language processing, deze techniek kan toegepast kan worden op 'ongestructureerde data' zoals nieuwsstromen en interviews (zowel vanuit operaties als supply chain). Hierdoor komt er meer informatie beschikbaar die je op de portefeuille kunt toepassen. Een andere bron van ongestructureerde data is conference call-transcripties. De vragen die in zo'n call aan bedrijven worden gesteld, geven vaak inzicht in financiële materialiteit vanwege het korte tijdsbestek waarin vragen kunnen worden gesteld en de keuzes die financieel analisten dus op zo'n call moeten maken over wat ze wel vragen en wat niet. Door te kijken naar veelvoorkomende vragen of vragen die aan concurrenten worden gesteld, krijg je inspiratie voor relevante engagementvragen.



Een ander aspect is 'controverse data'. De verschillende controverse scores tussen dataleveranciers ontstaan vaak door verschillende interpretaties van beschikbare informatie. Door diverse bronnen te gebruiken als input, kun je thema's voor betrokkenheid identificeren. In die zin moeten dataleveranciers eerder als complementair worden beschouwd, niet als contrair.

In portefeuillebeheer is ook het gebruik van ESG-scores nuttig, daar kunnen vendors en asset managers human rights overwegen in verwerken. Managers kunnen naast het beleid van bedrijven ook naar hun daadwerkelijke resultaten te kijken.

Door slimme data over de supply chain te gebruiken, kunnen betere vragen worden gesteld; natural language processing heeft de potentie om hierbij te helpen.

Kansen voor verbetering

Uit de presentaties en de hierop volgende discussies bleek dat het komen tot oplossingen voor vervaardiging van zonnepanelen zonder risico's van schending van mensenrechten complex is. Er is hoop op verbetering, maar de weg is nog lang. De marktvraag beïnvloedt de oplossing van het probleem. Een obstakel hierbij is dat onze economie zodanig is gestructureerd dat financiële materialiteit uiteindelijk de doorslaggevende factor is. Tegelijkertijd zien we een opkomende 'anti-ESG'-beweging vanuit de VS.

De toenemende vraag naar zonnepanelen kan leiden tot meer risico's op schendingen van mensenrechten, terwijl tegelijkertijd mensenrechten worden geschonden als er niet voldoende wordt gedaan om klimaat-



verandering tegen te gaan. Het grote risico op dwangarbeid is ethisch en juridisch onacceptabel.

Het management van financiële instellingen is zich niet of onvoldoende bewust van de impact van mensenrechtenschendingen. Het aanscherpen van risico-indicatoren is dus essentieel. In hoeverre zal de CSDDD hieraan bijdragen? Kritisch gezien gaat het om zelf gerapporteerde gegevens, die niet altijd verifieerbaar zijn, maar uiteindelijk zal meer data behulpzaam zijn. NGO's publiceren regelmatig rapporten waarin risico's worden benoemd. Cross-validatie is hierbij essentieel. Er is geen universele methode voor waarheidsvinding, maar de gesignaleerde risico's vanuit NGO's moeten zeker meegewogen worden.

Concrete verbetermogelijkheden zijn voor handen door middel van datamodellen die helpen de complexiteit van de Chinese toeleveringsketen beter te begrijpen, door actief eigenaarschap en engagement met begrip van de context waarin Chinese bedrijven opereren: bouw aan langdurige relaties en wederzijds vertrouwen, luister naar elkaars verhaal en probeer via gezamenlijke doelstellingen met betrekking tot CO₂-reductie het gesprek te sturen naar wat een producent nodig heeft voor verandering.

Ridzert van der Zee (lid organisatiecomité)

Noot

- 1 Dit is geschreven op persoonlijke titel.

VBA Journaal – CFA Society Netherlands Annual Dinner 2024

On 24th of September, CFA Society Netherlands held its Annual Dinner in the stunning Koepelkerk in Amsterdam. It was a full house with 240 guests attending, even the balconies were filled. We had the honour to host the largest Annual Dinner of CFA Society Netherlands ever. The theme of the evening was Geopolitical Uncertainty. The President of CFA Society Netherlands, Inge van den Doel, opened the dinner with a speech stressing the importance of diversity and inclusion. After that, two keynote speakers discussed geopolitical uncertainty from different angles.

The first keynote speaker, Alexandra de Hoop Scheffer President of the German Marshall Fund (GMF) of the United States, showed research that CEO's are currently more worried about geopolitical risk than they are about inflation or high energy prices. This is a sea change from 10 to 15 years ago, when political risk was an afterthought in boardroom discussions. Alexandra sees that we are in an era of more competition and less cooperation. A clear example is the rivalry between US and China, that translates itself into decoupling of their economies. Individual firms chose security of supply chains over costs. The EU finds itself in the middle of US, China, and Russia, coming from a position where the EU is too dependent on the US. Not only is the EU faced with the challenge of striking a fine balance in international relations, also a digital transition and green energy transition needs to happen for the EU to remain relevant. Key to addressing these challenges are the collaboration between the EU institution, national governments, and the private sector.

There is a piling up of crises: "permanent crisis management", in de Hoop Scheffer's words. We are not able to adapt to surprises when it comes to investing. What we can do

is to learn better from previous crises and apply the lessons learned to be better equipped for future crises. Performing scenario analysis on a frequent basis is key. Every investor should look at its portfolio and ask how it is impacted by geopolitics? What could happen in the next two years?

This was food for thought. We enjoyed the first course before listening to the second keynote speaker. This was Louis-Vincent Gave, who is founding partner and CEO of GaveKal research and lives in Hong Kong. Louis-Vincent showed us the Asian perspective. While Western media is mostly focusing on the real estate sector in China, Louis showed that the growth of the industrial sector is under-appreciated. As an example, BYD is now able to produce a cheap and efficient hybrid car that could be globally competitive, were it not for retaliatory tariffs. The advantage may be sustainable: BYD employs 900k people, out of which more than 100k are working in R&D. Compare this with Tesla that has 120k employees in total: how will Tesla maintain its edge in the face of such competition? A corollary is that investors should be careful when investing in countries that impose high tariffs on China, as they will

push their own economy towards stagflation. A second myth that Mr. Gave busted is the reported doom and gloom of Chinese consumers. The persons that are most likely to be interviewed by Western journalist are millennials in top-1/top-2 Chinese cities. Ironically, these are the most dissatisfied with their life; facing high property prices and unemployment. Turning to younger generation Chinese, or those living further away from megacities, consumer confidence is actually positive. Mr. Gave reminded the room that investors should always look behind headline and assess the broad palette of data available, as that can lead to surprising conclusions.

The evening was expertly moderated by Marije Tolsma-Groen. She led an interactive discussion between the keynote speakers and the audience who asked a lot of interesting questions. After the main course, the evening continued with networking during the dessert buffet. Thanks a lot, to all attendees and sponsors for making this Annual Dinner a great success!

Cees Harm van den Berg CFA, Richard Sanders CFA and John Kuijt RBA EPP



The executive RBA modules

Sharpen your skills and drive change within the investment industry

Sign up for the upcoming modules

The modular RBA program is focused on investments professionals who want to perform at the highest level. Interactive training by experts through case studies and experimental projects with peers create a deep understanding of the current game changing developments in the market. The program empowers you to drive change in the investment industry and become a trusted partner for your clients.

Sign up for one or more of the modules of the executive RBA program which suit your education needs and obtain a certificate(s).

RBA
Program.



www.cfasociety.nl/en/rbaprogram

Our partners:



Lifelong learning
for **continuing relevance**

MiFID II

Stay Compliant Program

New program 2024

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



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

Sustainability

- Masja Zandbergen – Head of Sustainability Integration at Robeco

Risk Management and Macroeconomics

- Thijs Knaap – Chief Economist at APG Asset Management
- Rogier van Aart – Investment Strategist at MN

Supervisory Themes

- Tamara van der Ster – Senior Supervisor at AFM
- Joris Ottow – Senior Supervisor at DNB
- Elke Op het Veld – Partner at Sprenkels
- Sjoerd Kuipers – DORA Expert at APG Asset Management

Integrity

- Wendy Stuffers – Senior Manager Forensic & Financial Crime at Deloitte

Artificial Intelligence

- Raymond van Es – Principal, Data Science & AI at Milliman Benelux

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

Andrej Antonijevic, CFA • Education Coordinator • CFA Society Netherlands
andrej.antonijevic@cfasociety.nl • +31 20 299 6590



SMART engagement: A hybrid approach to non-sustainable companies

Andres van der Linden and Dirk Schoenmaker

INTRODUCTION

Sustainable investment has undergone several evolutions over the past decade. Norms-based screening was arguably the first stage, followed by the integration of Environmental, Social, and Corporate Governance (ESG) issues in investment analysis, which required a more case-by-case approach and deeper data needs. Both these strategies are considered “outside-in”: ESG factors are taken into account because of their impact on an investor – be it via reputational risk or affecting the risk/return profile of the investee company. These can be referred to as “2-D” strategies because their primary concern, even when taking into account sustainability factors, is risk and return.

Increasingly, institutional investors are being asked to account for impact on the real world, leading to the expression “3-D investing” (risk, return, and impact) (Blitz et al, 2024; Schoenmaker and Schramade, 2023). A survey conducted by the Global Impact Investing Network (2023) shows that impact assets under management have grown at a compound annual growth rate of 18% between 2017 and 2022, with pension funds and insurance companies representing the fastest-growing source of funding for impact investment managers. In Europe, this was reinforced in 2023 by the EU Taxonomy, which defines which economic activities can be considered environmentally

sustainable, and the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) and Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), which sets out how out how financial corporates and financial market participants must disclose sustainability information, respectively. The goal is to encourage more capital to be directed to “sustainable” companies, that is companies from sectors that are associated with positive social and/or environmental outcomes. But what about “non-sustainable” companies, which are those that are from sectors that an investor feels have had negative social or environmental outcomes? Do these have a place in the portfolio of a 3-D investor?

In this article, we will examine the two options available to deal with non-sustainable companies and explore a hybrid approach for aspiring 3-D investors. We will use as a case study the recent oil and gas engagement program of a Dutch based pension fund, which was implemented by its investment manager.

TWO MAIN APPROACHES TO NON-SUSTAINABLE COMPANIES

Investors that seek to manage the sustainability of their portfolios have typically responded in one of two ways when confronted with non-sustainable companies: Blanket divestment or

Andres van der Linden
Senior Responsible Investment Advisor at PGGM Investments



Dirk Schoenmaker
Board member and chair of investment committee at PFZW



perpetual engagement (Broccardo, Hart and Zingales, 2022). The former is a widely used approach to avoid the reputational risks associated with remaining invested in non-sustainable companies. Capital owners and end-beneficiaries may also not want their capital and savings invested in certain sectors because they are contrary to their values (e.g., divesting tobacco companies from a healthcare pension fund). While this can insulate an investor from reputational risks, divestment does not necessarily have a direct impact on the companies being divested. A study by Ansar et al. (2013) suggests that while the oil and gas divestment movement may stigmatize the industry, it is unlikely to have a meaningful direct effect on the share prices of companies (see also Berk and Van Binsbergen, 2022). In fact, one could argue that divestment may even lead to worsening standards if sustainable investors sell shares to investors that care less about climate change and challenge management of such companies less. For 3-D investors that are concerned about real world impact, this is problematic.

THE MAINSTREAM STRATEGIES TO DEAL WITH NON-SUSTAINABLE COMPANIES (BLANKET DIVESTMENT AND PERPETUAL ENGAGEMENT), APPEAR TO CONFLICT WITH THE MANDATE OF "3-D" INVESTORS

Instead of divestment, sustainable investors could choose to engage with non-sustainable companies to encourage them to improve their sustainability performance, which has the potential to achieve real world impact (Kölbel et al, 2020). Under the umbrella of the Climate Action 100+ initiative, around 700 investors are engaging 170 of the world’s most carbon intensive companies. Notable developments that have occurred during engagements include Volkswagen publishing a climate lobbying report and Petróleo Brasileiro setting a commitment to become net zero by 2050 for its operational emissions (Climate Action 100+, 2023). However, as of October 2023, six years after the initiative’s launch, only 13% of target companies had set a mid-term target aligned with 1.5C warming pathway (Climate Action 100+, 2023). Engagement can theoretically be a force for real world impact, but success is far from guaranteed, and investors may be accused of ‘engagement washing’, that is, using perpetual engagement as a smokescreen to remain invested in non-sustainable companies but still attract impact-focused clients. This is again problematic for 3-D investors.

SMART ENGAGEMENT

For aspiring 3-D investors hoping to overcome the shortcomings of the mainstream approaches (that is divestment and perpetual engagement), we recommend considering the engagement route whilst making that approach Specific, Measurable, Achievable, Relevant, and Timebound (SMART). This will help show that an investor prioritizes impact and improves the legitimacy of

their approach. These benefits are discussed in the next section. The first four of the SMART components refer to the milestones and overall objective of the engagement and the last refers to the timeline and consequences of failure. The SMART approach is explained using the oil and gas engagement program of a Dutch based pension fund, which took place from 2022-2023.

1. OBJECTIVES ARE SPECIFIC

The overall objective of an engagement should be clear and not open to interpretation. In the case of the oil and gas program, it was expected that companies would implement a transition plan that demonstrates that the company is contributing to the Paris Agreement goal. Furthermore, intermediate engagement milestones should be set that will lead to the desired outcome. Milestones should be specific, build on one another, and increase in ambition over time.

In the case of the oil and gas program, two additional intermediate goals were set: 1) Oil and gas companies were expected to first set any kind of greenhouse gas emissions target; and 2) Companies were subsequently expected to publicly commit to net zero by 2050.

2. OUTCOMES AND INPUTS ARE MEASURABLE

The achievement or non-achievement of milestones and the overall engagement objective should be indisputable. Actions and commitments should be publicly available and accessible to all investors and recorded in public documentation. The increasing availability of carbon data, climate transition plans, and third-party standards such as the Taskforce for Climate-Related Financial Disclosure (TCFD)¹ have made this easier.

ENGAGEMENT CAN THEORETICALLY BE A FORCE FOR REAL WORLD IMPACT, BUT SUCCESS IS FAR FROM GUARANTEED, AND INVESTORS MAY BE ACCUSED OF 'ENGAGEMENT WASHING'

Besides the measurability of company performance, it is important that investors are transparent about investor contribution. Free riding is a common problem in engagement, as many investors can claim credit for a company making progress. To avoid these accusations, it is important the investors are transparent to their stakeholders about what they are asking of companies, as mentioned in the ‘specific’ step, and avoid claiming direct causality.

3. OBJECTIVES ARE ACHIEVABLE

The overall engagement objective and the intermediate milestones should be ambitious and in line with the client’s mandate. However, engagement objectives and milestones should also be achievable by investee companies.

During the oil and gas program, there was a lack of agreement in the investor community on how to determine if a company's strategy was considered "Paris aligned". To further complicate matters, it was challenging to expect oil and gas companies to strictly follow net zero scenarios if their customers were not doing so. In the International Energy Agency's (IEA) Net Zero Emissions (NZE) scenario, the oil and gas industry is expected to cut oil and gas production by 28% and 7%, respectively, by 2030 vs. 2019. But these targets are contingent on fossil fuel demand reduction and aggressive policy response, hence not deemed appropriate to use them in assessment criteria.

Instead, the core expectation for oil and gas companies in the program was that at least 30% of their energy mix by 2030 should come from low carbon sources (for example solar, wind, bioenergy, and green hydrogen). This energy mix is derived from the IEA NZE scenario and is still an ambitious ask. However, it is achievable because companies can decide for themselves how to get to this threshold: They can cut hydrocarbon production, invest in the low carbon solutions that are most suited to them, or a combination of both.

This criterion was developed over the course of the oil and gas program as we engaged with companies, other investors, and third-party experts. For engagement to be successful for the investor and meaningful to the investee company, it is critical that targets are grounded in pragmatism.

4.OBJECTIVES ARE RELEVANT TO LONG-TERM SHAREHOLDERS

Engagement objectives should be in the interest of long-term shareholders and sit at the convergence of financial and sustainability performance. There is less chance of success without this alignment, as most investors will oppose changes that will negatively impact returns. Disagreements will still occur, however, because time horizons often differ. The Dutch based pension fund, by nature a long-term investor, launched the oil and gas program because it holds the conviction that climate change represents an unmanaged risk for oil and gas companies in the long run. Other investors, and potentially company management, may have a short-term perspective and would prefer a slower transition away from fossil fuels.

5.OBJECTIVES AND MILESTONES ARE TIMEBOUND

Although it is standard for an engagement program to have a beginning and end, we advocate making intermediate milestones timebound, as well. As mentioned, milestones should be realistic and this should extend to when they should be completed. Each year of engagement should result in some sort of progress, with earlier years having less ambitious milestones, such as the public disclosure of sustainability-related policies. Later years build on these earlier steps and objectives can thus be more ambitious, including setting targets and increased investment in sustainable projects.

If a company does not achieve the milestones in the given expected timeframe, there should be escalation implications. In other words, if you are not achieving what you expect, all

things equal, you should try something different. In the earlier years of engagement, this can entail less extreme measures, such as expanding the investor engagement coalition. As more time goes by without achievement, more severe forms of escalation should be explored to dial up the pressure on companies, such as filing shareholder resolutions or making public statements. Divestment, as a targeted escalation tool, can still fit within the SMART engagement approach. Although generally not having a direct impact on a divested company, it frees up resources for an investor to invest in and engage other investee companies. Divestment is thus used as a last resort when, after intensive engagement, investee companies prove unwilling to change, and it should take into account the potential impact on return.

FOR ASPIRING 3-D INVESTORS THE ENGAGEMENT ROUTE CAN STILL BE CONSIDERED, HOWEVER IT SHOULD BE SPECIFIC, MEASURABLE, ACHIEVABLE, RELEVANT, AND TIMEBOUND (I.E., SMART)

For the oil and gas program, the first milestone was a baseline one, which companies were expected to already have completed, the second was to be achieved at the end of the first year, and the overall objective by the end of the second year (2023). If they did not comply at each stage, they were divested from the portfolio. We consider this an accelerated version of SMART engagement, underpinned by a sense of urgency to act on the oil and gas sector. SMART engagement programs should typically last between 3-5 years to give ample time for companies to change and include a range of escalation options.

BENEFITS OF THIS APPROACH

We believe that an engagement approach that is SMART can have the following two benefits:

DEMONSTRATE THAT YOU ARE PRIORITIZING IMPACT

Starting with SMART engagement means you are prioritizing your role as a potential agent of change by encouraging companies to change. Engagement does not always succeed but it stands a better chance of impact than divestment. Furthermore, engagement gives industry leaders a chance to emerge and can help show that certain activities should not be treated as black and white. Important lessons can be learned by intensively engaging companies and new perspectives gained (Marti et al, 2024).

In the oil and gas program, at end of the second and final year of engagement, just seven listed companies (2% of the total oil and gas portfolio at the start of 2022) had demonstrated that they were aligned with our criteria, which showed us that they are meaningfully contributing to the goal of the Paris Agreement.² It ultimately proved too great a challenge for most of the sector,

which was made more difficult because of the global energy crisis that began in 2022 and slow pace of customer transition. This included all the Oil and Gas Majors, the majority of whose investors supported a slower pull-back from their oil and gas activities. Those that remained in the portfolio were relatively smaller, more regionally focused oil and gas companies that could take advantage of specific niches, such as renewable power on the Iberian peninsula or sustainable aviation fuel in Europe.

THE SMART APPROACH WILL HELP SHOW
THAT AN INVESTOR PRIORITIZES IMPACT
AND IMPROVES THE LEGITIMACY OF THEIR
ENGAGEMENT

Although only a few companies remained in the portfolio at the end of the program, they show that there is a roadmap for the sector to follow and a path to re-entering the portfolio. Developing realistic inclusion criteria and identifying these oil and gas sector leaders were only made possible by going through the SMART engagement process.

INCREASED LEGITIMACY

Setting clear milestones and making them timebound means that SMART engagement is undertaken with urgency. An engagement team is thus motivated to use all tactics to increase effectiveness, including collaborating with local peers, employing escalation, pushing for meetings with upper management. Stakeholders will see that you are trying all you can to get engagement to succeed.

Further increasing your legitimacy is the willingness to act on the non-achievement of milestones. Giving engagement a chance is important, but equally important is being honest to your stakeholders about what is working or not working and how to respond. If this ultimately leads to divestment, you can at least say that you stuck to your convictions. Furthermore, resources are now freed up to invest in more willing companies where a greater chance of impact may be achieved. At the conclusion of the oil and gas program, the engagement focus has expanded on companies operating in the utilities, materials, industrials, and food sectors, as these are the next major contributors to global emissions.

CONCLUSION

Ultimately, it is up to each investor to determine what approach works for them if they wish to pursue an impact-focused strategy. As an industry, we believe that we are at the start of figuring out how best to do this. We also believe that a more nuanced and pragmatic approach to non-sustainable companies works best and think that engagement has a central part to play in a 3-D investment strategy. Last but not least, we believe that if we play it SMART, by placing impact and legitimacy at its core, we can do our part in helping engagement reach its full potential.

References

Ansar, A., Caldecott, B., & Tilbury, J. (2013). *Stranded assets and the fossil fuel divestment campaign: What does divestment mean for the valuation of fossil fuel assets?*
<https://www.smithschool.ox.ac.uk/publications/reports/SAP-divestment-report-final.pdf>

Berk, J., & Van Binsbergen, J. H. (2021). The impact of impact investing. <https://ssrn.com/abstract=3909166>.

Blitz, D., Chen, M., Howard, C., & Lohre, H. (2024). 3D Investing: Jointly Optimizing Return, Risk, and Sustainability. *Financial Analysts Journal*, 1–17. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4670534>.

Broccardo, E., Hart, O., & Zingales, L. (2022). Exit versus voice. *Journal of Political Economy*, 130(12), 3101–3145.

Climate Action 100+ (2023). Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark 2.0 2023 Results, p. 6.
<https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2023/10/2023-Key-Findings.pdf>

Climate Action 100+ (2023). Progress Update 2023, 9.
<https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2024/01/Climate-Action-100-Progress-Update-2023.pdf>

Global Impact Investor Network (2023). Impact Investor Demographics, p. 3. <https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/research/2023-giinsight-%E2%80%93-impact-investing-allocation-activity-and-performance.pdf>.

Marti, E., Fuchs, M., DesJardine, M.R., Slager, R. and Gond, J.-P. (2024), The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review. *Journal of Management Studies*, 61(5), 2181–2211.
<https://doi.org/10.1111/joms.12957>

Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2023). *Corporate Finance for Long-Term Value Corporate Finance for Long-Term Value*. Springer.

Notes

- 1 <https://www.fsb-tcfd.org/>
- 2 The program did not focus on the unlisted oil and gas portfolio because of liquidity constraints and differing engagement approaches. For example, investments oil and gas companies as a limited partner to a fund would require working with the general partner rather than company itself. A separate, more suitable program is being implemented for this space.

Nederlandse beleggers ontdekken de wereld

Koen Schweers

INLEIDING

Nederlandse particuliere beleggers blijken bij het inrichten van hun portefeuille een voorkeur te hebben voor aandelen of obligaties uitgegeven door Nederlandse bedrijven. Deze ‘home bias’ wordt echter op de proef gesteld door het wegtrekken van verschillende grote bedrijven naar het buitenland (mede) als gevolg van strengere regelgeving in Nederland. Dit artikel analyseert de spreiding van beleggingen van particulieren over binnen- en buitenlandse effecten en laat zien dat particulieren zich succesvol hebben aangepast aan de slinkende verzameling van Nederlandse titels.

HOME BIAS VAN PARTICULIERE BELEGGER

De academische literatuur toont aan dat beleggers een voorkeur hebben om te beleggen in bedrijven die gevestigd zijn in hun thuisland. In de gedragseconomie wordt de voorkeur voor binnenlandse beleggingen ook wel de ‘home bias’ genoemd. Dit verschijnsel bestaat al jarenlang. Zo stelden French en Poterba (1991) al meer dan drie decennia geleden vast dat de aandelenportefeuille van beleggers uit de Verenigde Staten en uit Groot-Brittannië voor ongeveer 90% uit binnenlandse beleggingen bestond. Verder toont hun onderzoek aan dat Japanse investeerders ook toen al een sterke voorkeur hadden voor binnenlands beleggen door 98% van hun aandelenportefeuille in te vullen met binnenlandse effecten. Nederlandse beleggers zijn geen uitzondering op deze regel, zo blijkt uit gegevens gepubliceerd door DNB (2022) die laten zien dat de aandelenportefeuille van Nederlandse particulieren in 2021 voor 46% uit Nederlandse beleggingen bestond, terwijl de Nederlandse aandelenmarkt slechts 1.5% van de wereldwijde aandelenmarkt vertegenwoordigt op basis van marktkapitalisatie.

De opvatting die in het verleden het meest geaccepteerd werd als verklaring voor de home bias, is dat beleggers in de veronderstelling verkeerden dat ze meer kennis hadden over binnenlandse bedrijven en daarom minder risico liepen, aangezien er over bedrijven uit het eigen land makkelijker nieuws beschikbaar was. Dit laatste gaat echter in de meeste gevallen niet meer op, gegeven de ruime beschikbaarheid van informatie via het internet. Daarnaast laten diverse onderzoeken, waaronder een bekend onderzoek van Kahneman en Tversky (1979), zien dat meer kennis niet altijd leidt tot betere beleggingsbeslissingen, wat de gehele opvatting ondermijnt. Andere redenen die vaak worden genoemd voor de home bias zijn een groter optimisme over de economie in het eigen land, of het ontwijken van valutarisico. Dit laatste effect is sinds de invoering van de euro grotendeels teniet gedaan. De conclusie dat beleggers ook nu nog een sterke voorkeur hebben voor binnenlandse beleggingen is opvallend, gegeven het achterhaalde karakter van de eerder

genoemde verklaringen, de globalisering en ontwikkelingen op financiële markten die sinds het onderzoek van French en Poterba hebben plaatsgevonden. Dat particuliere beleggers ondanks deze ontwikkelingen ook tegenwoordig nog graag in het thuisland beleggen, valt volgens Cooper et al. (2013) mogelijk te verklaren aan de hand van irrationele emotionele banden, zoals vaderlandse trots.

Modellen die aannemen dat investeerders te allen tijde rationele keuzes maken, zoals het bekende Capital Asset Pricing Model (CAPM) van Markowitz (1952), kunnen vanwege het irrationele karakter van de home bias niet gebruikt worden om het uitblijven van internationale diversificatie door particuliere beleggers te analyseren. Toch is het duidelijk dat beleggers concentratie-risico lopen door na te laten over de landsgrenzen heen te diversifiëren. De Nederlandse economie heeft bijvoorbeeld niet dezelfde blootstelling aan technologie als de Amerikaanse. Daarnaast heeft het idiosyncratische risico van het thuisland niet alleen betrekking op de portefeuille, maar ook op de baan van de belegger.

Koen Schweers

Quantitative Analyst Fixed Income, Cardano



Als de Nederlandse economie verzwakt zal immers de kans dat de belegger zijn baan verliest groter zijn, naast de grotere kans op negatieve rendementen op zijn portefeuille.

Echter, als we kijken naar het empirische bewijs, zien we dat internationale diversificatiemogelijkheden juist afnemen als gevolg van globalisering. Chen en Knez (1995) en Korajczyk (1996) tonen bijvoorbeeld aan dat het verlagen van handels- en informatiebarrières en handelskosten een verhogend effect hebben op de correlatie tussen internationale aandelenmarkten. Volgens Bekaert en Harvey (1995) heeft de ontwikkeling van een gesegmenteerde markt naar een geïntegreerde markt een significant positief effect op de samenhang tussen aandelenrendementen in landen die onderdeel zijn van de geïntegreerde markt. Doordat de correlatie tussen internationale aandelenmarkten toeneemt als gevolg van globalisering, nemen de mogelijkheden voor internationale diversificatie af. Dit kan verklaren waarom er ondanks de globalisering en de betere toegang tot informatie slechts een beperkte afname in de home bias van particuliere beleggers is waar te nemen. Mogelijk zijn andere externe factoren aan te wijzen die particuliere beleggers ertoe kunnen brengen om (meer) internationaal te diversificeren, zoals bijvoorbeeld het wegtrekken van bedrijven uit Nederland.

GEFORCEERD DE GRENZEN OVER

In toenemende mate komen in Nederland gevestigde bedrijven tot de conclusie dat het vestigingsklimaat in Nederland in relatieve zin dusdanig is verslechterd dat het aantrekkelijker is om het hoofdkantoor en/of de activiteiten naar het buitenland te verplaatsen. Uit een rapport van de Rijksoverheid (2023) blijkt dat bedrijven onder andere tot deze conclusie komen vanwege lagere arbeidskosten in het buitenland, klimaateisen en onzekerheid over toekomstige wet- en regelgeving in Nederland. Uit een enquête van VNO-NCW (2024) blijkt dat vooral grotere bedrijven met meer dan 250 werknemers steeds vaker overwegen om op zijn minst een gedeelte van hun activiteiten naar het buitenland te verplaatsen. Het percentage bedrijven dat deze overweging maakt is gestegen van 13% in 2023 naar 18% in 2024. Daarnaast vindt bijna de helft (44%) van de ondervraagde ondernemers Nederland geen aantrekkelijk land om in te ondernemen.

In de afgelopen jaren hebben onder andere Shell, Unilever en Aegon als gevolg van het – naar hun mening – verslechterde vestigingsklimaat hun hoofdkantoor uit Nederland verplaatst. Onder andere de NOS (2021) vermeldde dat Unilever in 2020 uit Nederland vertrok toen duidelijk werd dat de dividendbelasting toch niet werd afgeschaft, nadat het bedrijf in 2018 nog voor Rotterdam had gekozen. Shell besloot een jaar later vanwege dezelfde reden te vertrekken, wat het schrappen van de dividendbelasting zelfs weer op de agenda van de Tweede Kamer zette. Fiscale voordelen lijken ook bij de keuze van Aegon om in 2023 het hoofdkantoor naar Bermuda te verplaatsen mee te spelen, aangezien er minder belastingen worden doorgerekend aan verzekeraars die actief zijn in het gebied. Ook DSM kondigde in 2022 aan dat het juridisch niet meer in Nederland gevestigd zou zijn na de fusie met het Zwitserse Firmenich, al hield het bedrijf

wel een tweede hoofdkantoor in Maastricht aan. Daarnaast blijkt uit het onderzoek van VNO-NCW (2024) dat onzekerheid over toekomstige wet- en regelgeving ook in toenemende mate een reden is om een vertrek naar het buitenland te overwegen. Zo lieten ASML en NXP zich volgens het FD (2024a) recentelijk nog kritisch uit over voorstellen vanuit de Tweede Kamer om fiscale voordelen voor expats en mogelijkheden voor immigratie te beperken. Ook Boskalis lijkt met uitbreidingen in Abu Dhabi voor te sorteren op een vertrek uit Nederland, volgens topman Peter Berdowski onder andere vanwege een wetsvoorstel over internationaal maatschappelijk ondernemen waarmee de Tweede Kamer vooruit wil lopen op Europese regelgeving, zo blijkt uit een interview met het FD (2024b).

Het wegtrekken van bedrijven naar het buitenland stelt de home bias van Nederlandse beleggers op de proef, aangezien het zorgt voor een afname van het aantal beursgenoteerde Nederlandse bedrijven. De vraag is of particulieren vasthouden aan de irrationele voorkeur om beleggingen te concentreren in het thuisland. Door het kleiner worden van de vijver neemt hiermee het concentratie-risico bovendien nog verder toe. Anderzijds is het mogelijk dat particulieren zich door deze ontwikkeling genoodzaakt voelen om een groter gedeelte van hun portefeuille in buitenlandse bedrijven te beleggen.

**PARTICULIERE BELEGGER S LOPEN TE
VEEL CONCENTRATIE-RISICO DOOR NA
TE LATEN OVER DE LANDSGRENZEN
HEEN TE DIVERSIFIËREN**

Over het effect van de recente toename van het aantal bedrijven dat een vertrek uit Nederland overweegt en het daadwerkelijke vertrek van een aantal bedrijven uit Nederland op de portefeuilles en het rendement van particuliere beleggers is nog niet veel bekend. Met behulp van publicaties van DNB (2023), die ieder kwartaal inzicht geven in de beleggingen van Nederlandse particulieren, kan een overzicht worden samengesteld van de 40 beursgenoteerde aandelen met het grootste gewicht in de portefeuilles van particulieren tussen 2019 en 2023. Op basis van data zoals beschikbaar gesteld in de publicaties van DNB, kan het effect van het wegtrekken van bedrijven uit Nederland op de home bias van particuliere beleggers en hun rendement worden onderzocht.

In figuur 1 is de procentuele allocatie van particuliere beleggers naar Nederlandse bedrijven in de groep van 40 aandelen weer gegeven. De data bevestigen dat Nederlandse particuliere beleggers een sterke home bias hebben. In januari 2019 bestond 91% van de portefeuille – bestaande uit de 40 grootste aandelen onder particuliere beleggers – uit bedrijven verhandeld op de Amsterdamse beurs, waaronder bijvoorbeeld Phillips, Adyen en ASML. Onder de buitenlandse bedrijven vallen vooral bekende namen zoals Tesla, Amazon en Apple. In december 2023

bestond deze portefeuille van 40 aandelen nog slechts voor 83% uit Nederlandse bedrijven. In tegenstelling tot deze portefeuille, bestaat de gehele aandelenportefeuille van particulieren inclusief kleinere aandelen en fondsen voor minder dan de helft (46%) uit Nederlandse beleggingen. Ondanks dat dit laatste ook nog wijst op een significante home bias, valt wel te concluderen dat de home bias van particuliere beleggers voor hun grootste individuele posities sterker is dan voor de rest van hun aandelenportefeuille, die onder andere bestaat uit beleggingen in fondsen zoals ETFs.

Het is onwaarschijnlijk dat de afname in de home bias uit figuur 1 het resultaat is van een plotseling besef bij beleggers dat het concentratie-risico in de portefeuille te groot is. Theorieën over het weg-diversifiëren van idiosyncratische risico's, in dit geval landenspecifieke risico's, bestaan immers al decennialang. De recente significante afname van de home bias van particulieren kan daarnaast niet volledig worden toegewezen aan lange-termijn effecten zoals globalisering, ontwikkelingen op financiële markten of betere toegang tot informatie.

Dat Nederlandse particulieren recentelijk zo'n sterke verandering in de geografische invulling van hun portefeuille laten zien, kan verschillende verklaringen hebben. Ten eerste laat figuur 1 zien dat er een Covid-effect meespeelt in de afname van het aandeel Nederlandse beleggingen in de portefeuille van particulieren. Uit een publicatie van DNB (2021a) blijkt dat Nederlandse huishoudens in 2020 dubbel zo veel spaarden als in 2019. De belangrijkste redenen die hiervoor genoemd worden zijn de toegenomen economische onzekerheid en simpelweg het overhouden van geld vanwege contactbeperkende maatregelen na het uitbreken van de pandemie in maart 2020. Dat particulieren geld overhielden, in combinatie met de toen geldende lage rente, heeft er ook toe geleid dat Nederlandse particulieren voor een recordbedrag van 3.8 miljard euro hebben belegd in 2020, zo blijkt uit een ander rapport van DNB (2021b). Deze toename in de beleggingen is verder gedeeltelijk toe te wijzen aan het toetreden van nieuwe

beleggers tot de markt. Uit een onderzoek van het NIBUD (2021) blijkt dat het aantal beleggers in het jaar na het uitbreken van de pandemie met 10% is toegenomen.

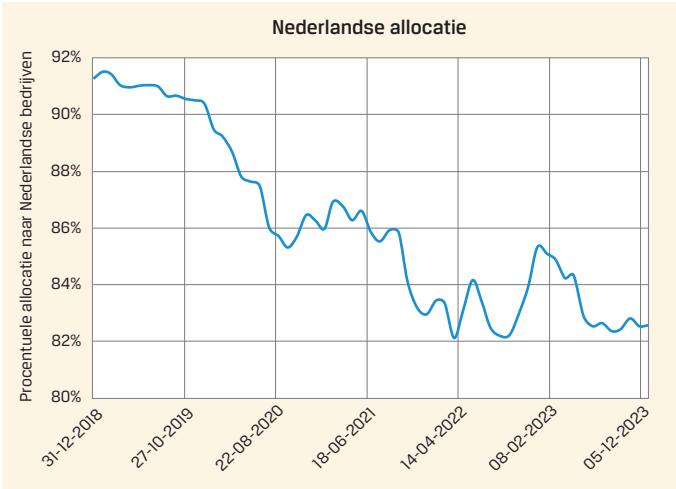
De samenstelling en de voorkeuren van de groep particuliere beleggers in het algemeen zijn veranderd door het toetreden van nieuwe beleggers tot de markt. Deze groep nieuwe beleggers bestond voor het grootste gedeelte uit jonge beleggers, wat een belangrijk effect heeft gehad op de verschuiving in de voorkeuren van particulieren in zijn geheel. De Consumentenmonitor Beleggen die de AFM (2021) publiceert laat zien dat in het Corona-jaar 2020, 51% van de startende beleggers tussen de 18 en 34 jaar oud was. Deze groep jonge beleggers beleggen vaker internationaal en in meer risicovolle 'techbedrijven'. Uit hetzelfde rapport van de AFM blijkt dat in 2020 slechts 18% van de beleggers zichzelf als voorzichtig omschrijft, vergeleken met 29% in 2019. Deze verandering in de voorkeuren van particulieren komt ook duidelijk naar voren in een publicatie van de DNB (2022). In 2018 bestond het directe aandelenbezit van particulieren voor slechts 15% uit aandelen in technologische bedrijven, waar dat in 2021 al meer dan verdubbeld was tot 32%. Omdat de meeste grote 'techbedrijven' in de VS gevestigd zijn, hangt dit samen met een verschuiving in de geografische voorkeuren van particuliere beleggers.

BELEGGER LIJKT HUN PORTEFEUILLE
AAN TE PASSEN AAN DE AFNAME
VAN BELEGGINGSMOGELIJKHEDEN OP
DE NEDERLANDSE BEURS

Naast deze redenen, is het waarschijnlijk dat het vertrekken van bedrijven uit Nederland een belangrijke rol speelt in de sterke afname in de home bias van particulieren van de afgelopen paar jaar, gegeven de recentelijke toename van het aantal beursgenoteerde bedrijven dat uit Nederland vertrekt, of dat overweegt. Deze ontwikkeling zet particulieren er toe aan om hun beleggingen in wegtrekkende bedrijven te herzien in het geval dat de voorkeur voor binnenlands beleggen onderdeel is van hun beleggingsrationale. De reacties van particuliere beleggers op het uit Nederland vertrekken van de hoofdkantoren van Unilever en DSM illustreren deze relatie.

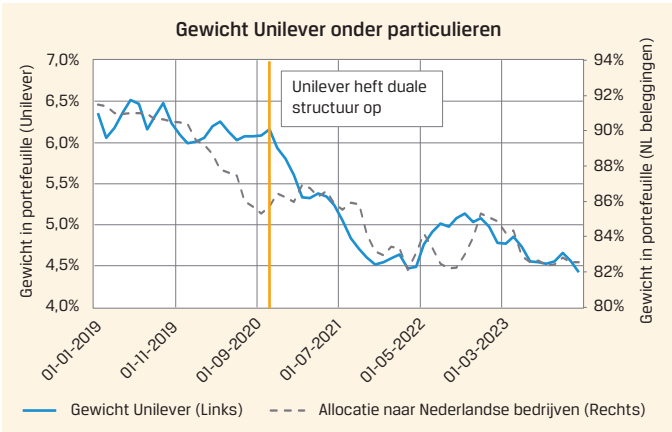
Unilever heeft in november 2020 zijn duale structuur opgeheven en op papier het hoofdkantoor naar Groot-Brittannië verplaatst. Figuur 2 geeft het gewicht van Unilever weer in de portefeuille van particulieren bestaande uit de 40 grootste aandelen en ter referentie de allocatie van particulieren naar Nederlandse aandelen, zoals ook weergegeven in figuur 1. De verticale lijn in figuur 2 markeert het moment dat Unilever zijn duale structuur ophief. De grafiek laat zien dat het gewicht van Unilever in de portefeuille van particulieren relatief constant is tot november 2020. In de maanden na het vertrek van Unilever uit Nederland neemt deze allocatie sterk af om vervolgens te stabiliseren rond

Figuur 1
Procentuele allocatie particulieren



Bron: DNB, eigen berekening

Figuur 2
Gewicht van Unilever in de portefeuille

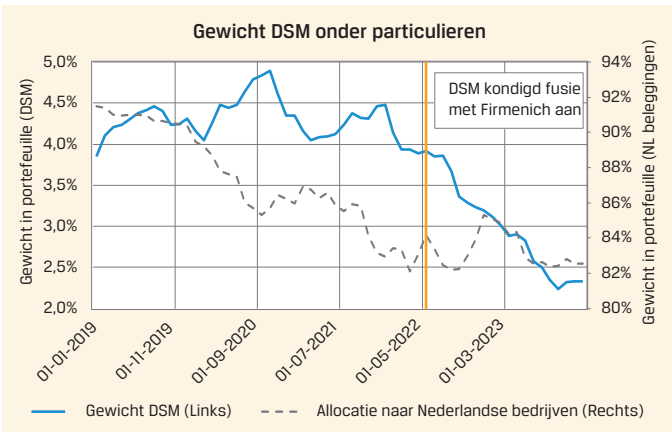


Bron: DNB, eigen berekening

de 5%. Wat derhalve opvalt, is dat particulieren hun positie in Unilever pas afbouwen na het definitief verplaatsen van het hoofdkantoor uit Nederland.

Het vertrek van het hoofdkantoor van DSM uit Nederland als gevolg van de fusie met Firmenich lijkt een soortgelijk effect te hebben gehad op de portefeuille van particulieren. Figuur 3 geeft het gewicht weer van DSM in de portefeuille bestaande uit de 40 grootste aandelen onder particulieren en ter referentie de allocatie van particulieren naar Nederlandse aandelen. Op 31 mei 2022 kondigde DSM de fusie met Firmenich aan, weergegeven door de verticale lijn in figuur 3. Het gewicht van DSM lijkt tot de aankondiging van de fusie redelijk stabiel tussen 4-4.5%. Echter, in de maanden na de aankondiging van de fusie neemt het gewicht van DSM gestaag af tot onder de 2.5%. Het afbouwen van DSM lijkt daarmee samen te hangen met het vertrek van het hoofdkantoor uit Nederland, ook gezien de discrepantie met de afbouw van Nederlandse bedrijven in de portefeuille. Het verschil tussen de beide effecten zou het resultaat kunnen zijn van de home bias van particulieren en zou daarmee een aanwijzing kunnen zijn dat het vertrekken van

Figuur 3
Gewicht van DSM in de portefeuille



Bron: DNB, eigen berekening

bedrijven uit Nederland een effect heeft op de portefeuille van particulieren.

Ondanks dat de hiervoor besproken casus slechts illustratieve voorbeelden zijn waarbij meerdere factoren invloed hebben op het resultaat, geven de voorbeelden een voorzichtige aanwijzing dat het vertrek van individuele bedrijven uit Nederland een direct effect kan hebben op de portefeuilleinvulling van particulieren. Het behoeft echter verder onderzoek om deze relatie te kunnen kwantificeren.

Samenvattend zou uit de verandering in de geografische samenstelling van de portefeuille van particulieren afgeleid kunnen worden dat beleggers hun portefeuille lijken aan te passen aan de afname van Nederlandse titels. Enerzijds zou dit simpelweg het gevolg kunnen zijn van de afname van beleggingsmogelijkheden in Nederland, anderzijds van een bewuste keuze om het concentratierisico van de portefeuille te beperken. In beide gevallen worden particulieren door deze ontwikkeling ertoe gebracht om hun voorkeuren voor binnenlandse beleggingen opzij te zetten in het nastreven van rendement.

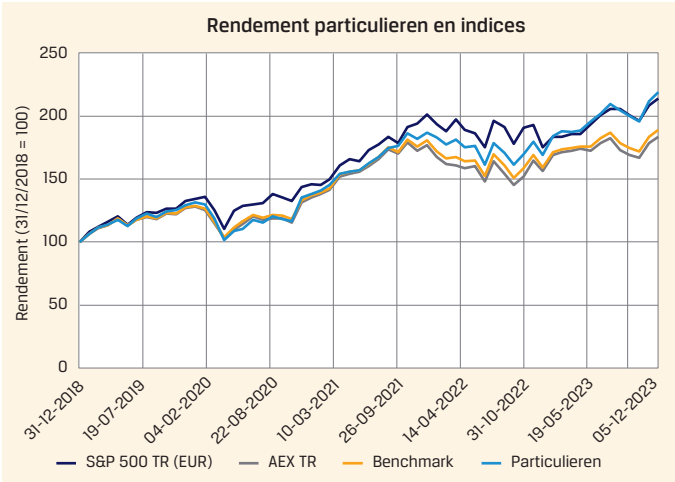
EFFECT OP HET RENDEMENT

Met behulp van de Dietz-methode (1966) kan bepaald worden of de aanpassingen van de geografische allocatie door particulieren hun rendement tussen 2019 en 2023 ten goede is gekomen. Deze methode kan het rendement scheiden van het aan- en verkoopgedrag van particuliere beleggers, rekening houdend met inkomsten uit bijvoorbeeld dividend.

Voor de berekeningen van het rendement van particuliere beleggers over de onderzochte periode is uitgegaan van de veronderstelling dat de gegevens in de dataset van DNB per einde maand gemeten worden. Aangezien het exacte moment van aan- en verkopen niet vast te stellen is op basis van de dataset, is voorts aangenomen dat aan- en verkopen in het midden van de maand plaatsvinden. Voor aandelen die worden verhandeld op een buitenlandse beurs zijn de koersen geconverteerd naar euro, op basis van de op dat moment geldende wisselkoers.

De Dietz-methode wordt individueel op alle 40 aandelen in de dataset toegepast. Het portefeuillerendement wordt vervolgens bepaald door de rendementen op de individuele aandelen te vermenigvuldigen met de procentuele allocatie naar de aandelen in een portefeuille bestaande uit de 40 aandelen in de dataset. Hierbij wordt opgemerkt dat het portefeuillerendement het resultaat is van de allocatie van particuliere beleggers binnen deze portefeuille en dus geen weergave is van het rendement als gevolg van het moment van in- of uitstappen van beleggers in de individuele aandelen, of in de aandelenmarkt in zijn geheel.

Figuur 4
Rendement portefeuille 40 grootste aandelen van particulieren



Bron: Bloomberg, eigen berekening

De berekeningen laten zien dat particuliere beleggers tussen 2019 en 2023 een rendement inclusief dividend hebben behaald van 119%. Het rendement van particuliere beleggers is daarmee hoger dan dat op de AEX en de S&P 500 total return indices, die respectievelijk 84% en 115% rendeerden in dezelfde periode, beiden uitgedrukt in euro. Ter vergelijking kan een representatieve benchmark worden samengesteld, die het resultaat is van een gewogen gemiddelde van de AEX en S&P 500 total return indices in euro, gewogen met de allocatie naar Nederlandse en buitenlandse aandelen. Deze representatieve benchmark rendeerde 89% tussen 2019 en 2023. Figuur 4 geeft het rendement door de tijd heen weer en laat zien dat de portefeuille bestaande uit de 40 grootste aandelen onder particulieren tussen 2019 en 2023 zowel de benchmark als de AEX en de S&P 500 heeft weten te verslaan, voor aftrek van kosten.

De significante verandering in de geografische allocatie is een belangrijke bepalende factor voor het rendement van particulieren. De allocatie naar buitenlandse aandelen in de portefeuille van de 40 aandelen bestaat bijna volledig uit aandelen met een beursnotering in de VS. Dit heeft positief bijgedragen aan het rendement van particulieren aangezien de aandelenmarkt in de VS al jaren beter presteert dan de aandelenmarkten in andere ontwikkelde landen. Ten slotte is de allocatie van particulieren in de VS ingevuld met bijvoorbeeld Apple, Tesla en Amazon. Met name deze bedrijven, die behoren tot de zogenaamde ‘Magnificent Seven’, hebben na het uitbreken van de pandemie beter gerendeerd dan de brede markt. Op basis van de dataset blijkt dat de beleggingen in Amerikaanse aandelen gemiddeld 10% hebben bijgedragen aan het rendement van particulieren. De vraag die overblijft is of het rendement van particulieren simpelweg een compensatie is voor het nemen van meer risico, of dat particulieren in het algemeen werkelijk de juiste keuzes hebben gemaakt bij het invullen van hun portefeuilles.

ALPHA

Elke belegger streeft alpha na. Dat wil zeggen, elke belegger wil beloond worden voor zijn keuzes, bovenop de compensatie die hij ontvangt voor het gelopen risico. De toegevoegde waarde van de keuzes van beleggers kan niet gescheiden worden van het gelopen risico door slechts het rendement van particulieren te vergelijken met het koersverloop van een index. Omdat aandelen na 2020 over het algemeen erg goed rendeerden, is het op het eerste zicht mogelijk dat het rendement van particulieren verklaard kan worden door het nemen van meer risico ten opzichte van de indices waarmee we het rendement vergelijken.

Fama en French (2015) presenteren een 5-factor model waarmee het resultaat van de keuzes van particuliere beleggers te scheiden is van de compensatie voor het gelopen risico. Het model bepaalt de blootstelling van de portefeuille aan vijf risicofactoren. Het deel van het rendement dat structureel niet verklaard kan worden aan de hand van deze risicofactoren wordt alpha genoemd. In tegenstelling tot het CAPM model van Markowitz, neemt het model van Fama en French niet aan dat investeerders rationeel zijn.

Tabel 1
Resultaten Fama-French 5-factor regressie

Variable	Coëfficiënt	t-statistiek	p-waarde
Snijpunt (alpha)	0,38**	2,16	0,036
Mkt-Rf	1,01***	24,85	0,000
SMB	-0,05	-0,33	0,746
HML	0,13**	2,22	0,031
RMW	-0,17**	-2,01	0,049
CMA	-0,10	-1,27	0,208

Bron: Bloomberg, eigen berekening
Opmerking: Significantie op het 10%, 5%, en 1% significantieniveau wordt weergegeven met *, **, en ***, respectievelijk.

De resultaten tonen aan dat het model 94% van de variantie in de rendementen van particuliere beleggers kan verklaren, gecorrigeerd voor het aantal variabelen in de regressie. Verder laten de resultaten in Tabel 1 zien dat de rendementen van particuliere beleggers met name verklaard kunnen worden aan de hand van hun blootstelling aan marktrisico (Mkt-Rf) en dus voor een groot deel meebewegen met de markt. Dit is geen verrassend resultaat, aangezien de portefeuille van de 40 aandelen die is onderzocht met name bestaat uit aandelen uit de AEX of onderdeel zijn van de Magnificent Seven, die samen verantwoordelijk zijn voor het grootste deel van het rendement van de S&P 500 de afgelopen jaren.

Het belangrijkste resultaat in Tabel 1 is echter dat de geschatte coëfficiënt voor het snijpunt statistisch significant en positief is. Dit houdt in dat particuliere beleggers met hun keuzes significant positieve alpha hebben gecreëerd, gecorrigeerd voor bekende risicofactoren. Dit betekent dat particuliere beleggers naast hun beloning voor het nemen van risico, ook beloond zijn voor hun keuzes. Hiertoe behoort ook de keuze van particulieren om in

de onderzochte portefeuille tussen 2019 en 2023 hun allocatie naar Nederlandse beleggingen significant te verminderen, onder andere vanwege het wegtrekken van verschillende bedrijven uit Nederland, maar ook vanwege de veranderde risicovoorkuren van particulieren in het algemeen, of simpelweg omdat particulieren beleggen in Amerikaanse tech aandelen aantrekkelijker vonden.

TOT SLOT

Van oudsher ontbreekt het in de portefeuille van Nederlandse particuliere beleggers aan voldoende internationale diversificatie vanwege de sterke (irrationale) voorkeur om de portefeuille met binnenlandse effecten in te vullen. Deze voorkeur, die volgens de literatuur grotendeels een emotionele oorsprong kent, is vooral sterk aanwezig in een portefeuille van de 40 grootste beursgenoteerde aandelen in het bezit van particuliere beleggers.

Het wegtrekken van bedrijven uit Nederland, stelt de voorkeur van particulieren voor binnenlandse effecten op de proef. Het blijkt dat het vertrek van bedrijven uit Nederland een effect heeft op de portefeuille-invulling van beleggers. Samen met andere effecten, zoals de toetreding van nieuwe groepen beleggers tot de markt, heeft dit ertoe geleid dat de ‘gemiddelde’ belegger zijn allocatie naar Nederlandse aandelen heeft verlaagd.

DE KEUZES VAN PARTICULIERE BELEGGER
HEBBEN POSITIEF BIJGEDRAGEN AAN HUN
BEHAALDE RENDEMENT

Dat particuliere beleggers zich hebben aangepast aan de afname van beleggingsmogelijkheden op de Nederlandse beurs, door in het buitenland rendement na te jagen, is succesvol gebleken. De prestaties van de portefeuille van de 40 aandelen in dit onderzoek zijn beter dan de prestaties van relevante benchmarks, zoals de AEX. Het opvallendste is dat de keuzes van particuliere beleggers een significante positieve bijdrage hebben geleverd aan dit resultaat, bovenop het gelopen risico. Dit betekent dat er geen aanwijzing is dat particulieren zich bij het inrichten van hun portefeuille laten beperken door het wegtrekken van bedrijven uit Nederland en dat dit laatste ook geen negatieve impact heeft gehad op het behaalde rendement.

Referenties

- Autoriteit Financiële Markten (AFM), 2021, Consumentenmonitor beleggen najaar 2020. Beschikbaar op <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/april/consumentenmonitor-beleggen-najaar-2020>
- Bekaert, G., & Harvey, C. R., 1995, Time-varying world market integration. *The Journal of Finance*, vol. 50 No. 2: 403-444.
- Chen, Z., & Knez, P. J., 1995, Measurement of market integration and arbitrage. *The Review of Financial Studies*, vol. 8 No. 2: 287-325.

- Cooper, I., Sercu, P., & Vanpée, R., 2013, The equity home bias puzzle: A survey. *Foundations and Trends in Finance*, vol. 7 No. 4: 289-416.
- De Nederlandsche Bank, 2021a, Huishoudens brengen exceptioneel veel geld onder bij banken in 2020. Beschikbaar op <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2021/huishoudens-brengen-exceptioneel-veel-geld-onder-bij-banken-in-2020/>
- De Nederlandsche Bank, 2021b, Vermogen Nederlandse beleggingsfondsen naar record van 1 biljoen euro. Beschikbaar op <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2021/vermogen-nederlandse-beleggingsfondsen-naar-record-van-1-biljoen-euro/>
- De Nederlandsche Bank, 2022, Beleggingen huishoudens groeien naar ruim EUR 180 miljard in 2021. Beschikbaar op <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2022/beleggingen-huishoudens-groeien-naar-ruim-eur-180-miljard-in-2021/>
- De Nederlandsche Bank, 2023, Beleggingen van Nederlandse huishoudens in effecten (Maand) (<https://www.dnb.nl/statistiek/data-zoeken/#/details/beleggingen-van-nederlandse-huishoudens-in-effecten-maand/dataset/79b0648e-1ef6-4afc-b64b-a6b7fabaf92c>), Bezocht op 01/04/2024.
- Dietz, P. O., 1966, Pension Funds: Measuring Investment Performance. *Free Press*.
- Fama, E. F., & French, K. R., 2015, A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, vol. 116 No. 1: 1-22.
- FD, 2024a, Kwart grote bedrijven denkt aan vertrek of verplaatsing activiteiten uit Nederland. Beschikbaar op <https://fd.nl/economie/1507652/kwart-grote-bedrijven-denkt-aan-vertrek-of-verplaatsing-activiteiten-uit-nederland>
- FD, 2024b, Boskalis-topman: 'Aanzien van Nederland op het wereldtoneel bladdert af'. Beschikbaar op <https://fd.nl/bedrijfsleven/1463506/boskalis-topman-aanzien-van-nederland-op-het-wereldtoneel-bladdert-af-nfa3caRlPuBA>
- French, K. R., & Poterba, J. M., 1991, Investor diversification and international equity markets. *The American Economic Review*, vol. 81: 222-226.
- Kahneman, D., & Tversky, A., 1979, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, vol. 47 No. 2: 263-292.
- Korajczyk, R. A., 1996, A measure of stock market integration for developed and emerging markets. *The World Bank Economic Review*, vol. 10 No. 2: 267-289.
- Markowitz, H., 1952, The utility of wealth. *Journal of Political Economy*, vol. 60 No. 2: 151-158.
- Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, 2023, Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken. Beschikbaar op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2023/06/30/bci-redenen-waarom-bedrijven-uit-nederland-vertrekken>
- Nationaal Instituut Budgetvoorlichting (NIBUD), 2021, Rapport De coronacrisis en ons geld (2021). Beschikbaar op <https://www.nibud.nl/onderzoeksrapporten/de-coronacrisis-en-ons-geld-2021/>
- NOS, 2021, Na Unilever wil ook Shell een volledig Brits bedrijf worden, wat speelt er? Beschikbaar op <https://nos.nl/artikel/2405776-na-unilever-wil-ook-shell-een-volledig-brits-bedrijf-worden-wat-speelt-er>
- NOS, 2022, Ook DSM vestigt zich in buitenland, maar 'compleet anders dan Shell en Unilever' Beschikbaar op <https://nos.nl/artikel/2430928-ook-dsm-vestigt-zich-in-buitenland-maar-compleet-anders-dan-shell-en-unilever>
- VNO-NCW, 2024, Driekwart ondernemers ziet ondernemingsklimaat verder verslechteren. Beschikbaar op <https://www.vno-ncw.nl/nieuws/driekwart-ondernemers-ziet-ondernemingsklimaat-verder-verslechteren>

Overheid moet stabiel baken worden

Om meerdere meningen over het thema de uitloop van bedrijven in Nederland te horen hebben we ditmaal een panelinterview gedaan. We spraken hiervoor met Jaap Koelewijn¹, Leen Paape² en Sylvester Eijffinger³. Aan allen stelden we dezelfde vragen.

1. Zou de overheid zich meer moeten inspannen om bedrijven in Nederland te houden?

Koelewijn: Je moet altijd oppassen om individuele bedrijven direct te steunen. Dat leidt tot concurrentievervalsing. Je ziet vaak dat grote bedrijven het meest profiteren van de steun. De overheid steunt dan deelbelangen, maar zou zich meer moeten beperken tot het bepalen van de hoofdlijnen op basis van een strategische visie op de lange termijn. Men moet de voorwaarden scheppen en een consistent beleid voeren.

Paape: De overheid zou meer keuzes moeten maken inzake welke economie wij willen. We innoveren te weinig (2% van het bbp) en de productiviteit stijgt niet of nauwelijks. Er is een groot tekort aan arbeidskrachten op veel plaatsen en veel arbeidsgelegenheid wordt ingezet op een manier die te weinig bijdraagt aan welvaart en welzijn. Ik pleit niet voor industriepolitiek maar wel voor gerichte keuzes waarbinnen de markt zijn werk kan doen.

Eijffinger: De overheid moet zich inderdaad meer inspannen om bedrijven in Nederland te houden door een voorspelbaar beleid te voeren op het gebied van fiscaliteit (bijv. expatregeling), verhogen

van investeringen in R&D (te laag en te onvoorspelbaar door vele aanpassingen) en verminderen van de bureaucratie en de regelgeving (te hoge administratieve lastendruk) in Nederland.

2. Is het willen behouden van de bedrijven überhaupt relevant?

Koelewijn: Als dat voor de structuur van onze economie van belang is, kan dat. Behouden van bedrijven leidt vaak tot het steunen van bedrijven die onvoldoende concurrerend zijn. Er gaat dan goed geld naar kwaad geld.

Paape: Bedrijven zijn de kurk waar de economie op drijft uiteraard. Echter, sommige bedrijven passen wellicht niet meer in dit land. We moeten inzetten op een hoogwaardige kenniseconomie en daarin is minder ruimte voor bedrijven als Tata en Shell. Er zijn zat hoogwaardige industrieën te bedenken die daarvoor in aanmerking komen, zoals binnen de energietransitie.

Eijffinger: Om het verdienvermogen van Nederland tenminste op peil te houden zijn grote en middelgrote bedrijven en start-ups van levensbelang en daarnaast een flexibele arbeidsmarkt noodzakelijk



Jaap Koelewijn (o.a. Nyenrode, VBA Journaal, Robeco en Financieel Denkwerk)



Leen Paape (o.a. Nyenrode, Pensioenfonds ING, ABP en IMF)



Sylvester Eijffinger (o.a. Tilburg University, Harvard University, College of Europe en Humboldt-Universität zu Berlin)

door de krapte op de arbeidsmarkt. Een sociale vlaktaks zou bijdragen aan meer participatie op de arbeidsmarkt door minder deeltijdswerk.

3. ESG-invloed daalt bij uitloop, is dit wenselijk?

Koelewijn: Nee, maar als er alleen nationaal beleid gevoerd wordt is dat onontkoombaar. Internationale coördinatie heeft mijn voorkeur.

Paape: Dankzij de CSRD⁴ heeft de EU daarvoor een krachtig Europees werkend instrument waarmee bedrijven die in Europa zaken willen doen niet kunnen ontkomen aan de nieuwe werkelijkheid. Europa maakt nog te weinig gebruik van haar economische positie en kan en moet dat meer doen. Dat sommige dan vertrekken is dan maar zo.

Eijffinger: Er is door het vorige kabinet fors ingezet op de ESG-doelen maar tegen enorme kosten voor de bedrijven en overheid waarbij er nu sprake is van afnemende schaalopbrengsten. Het vorige kabinet probeerde met specifiek beleid (klimaatfonds en stikstofonds) de doelen te bereiken en heeft daarin gefaald. Dit kabinet kan een generiek beleid voeren.

4. Met het verplaatsen van bedrijven uit Nederland, zullen deze bedrijven niet meer bijdragen aan Nederlandse doelen voor wat betreft ecologische duurzaamheid, good governance, diversiteit. Hoe kijkt u hier tegenaan?

Koelewijn: Juist daarom moet er meer in EG verband worden gecoördineerd. Dan kan men op Europees niveau naleving afdwingen. Ook bij buitenlandse partijen.

Paape: Ik pleit voor een 'maatschappelijke zorgplicht' voor bedrijven; dat is een open norm die ze zelf mogen invullen maar daarbij dient wel rekening te worden gehouden met de wensen en belangen van alle stakeholders. Er is helaas en ten onrechte het idee dat er meer te verliezen dan te winnen is. Je kop in het zand steken en hopen dat het overgaat is zeer onverstandig.

Eijffinger: Nederland heeft te lang geprobeerd 'het beste jongetje van de klas' te zijn en open grenzen en mobiliteit van bedrijven te lang genegeerd. Ik ben het eens met de analyse van Mario Draghi om de concurrentiekracht van Europa te verbeteren maar dan moeten de zuidelijke landen eindelijk hervormingen doorvoeren in arbeidsmarkt, bureaucratie en regelgeving en vooral pensioenleeftijd.

5. Waar liggen volgens u kansen om het vestigingsklimaat verder te verbeteren?

Koelewijn: Stabiel fiscaal klimaat, consistent beleid, voorspelbaarheid, investeren in infrastructuur en onderwijs.

Paape: Meer focus en keuzes maken wat we hier wel willen en wat niet. Meer kennismigranten, meer ruimte voor bedrijven in de techniek en meer investeren in kennis en onderzoek. Zorg vooral voor meer woningen en los het stikstofprobleem snel op. Tot slot, bestendigheid van beleid is heel belangrijk, dus zit niet te veel te morrelen aan regels, schaf ze zoveel mogelijk af en maak het daarmee voor iedereen simpeler.

Eijffinger: Het vestigingsklimaat in Nederland kan verbeterd worden door een voorspelbare fiscaliteit, meer investeringen in R&D en minder bureaucratie en regelgeving op Europees, nationaal en regionaal niveau. Subsidiariteit dient daarbij een leidend beginsel te zijn: de verantwoordelijkheid moet op het laagst denkbare niveau te liggen waarbij de externe effecten van vraagstukken geïnternaliseerd worden.

Noten

- 1 <https://www.linkedin.com/in/koelewijnjaap/>
- 2 <https://www.linkedin.com/in/leenpaape/>
- 3 <https://www.linkedin.com/in/sylvester-eijffinger-74b6907a/>
- 4 <https://www.pwc.nl/nl/themas/sustainability/esg/corporate-sustainability-reporting-directive.html>

Europa smacht naar een volledig geharmoniseerde kapitaalmarkt

Door Ronald Kok

Met een thema over de impact van het vertrek uit Nederland door bedrijven, kunnen we uiteraard niet om beursuitbater Euronext heen. We spreken daarom met Euronext¹ Amsterdam CEO René van Vlerken² over dit thema en uiteraard voor Euronext zelf dat in Europa zeven beurzen houdt.

Nederlandse overheid aan zet?

Het is volgens Van Vlerken niet alleen een taak van de overheid om bedrijven in Nederland proberen te behouden. Knoppen waar de overheid kan draaien zijn onder andere wettelijke kaders en het fiscale regime. *"Het is natuurlijk evident dat het in het Nederlandse belang is dat bedrijven hier blijven want het draagt bij aan het verdienvermogen van ons land"* aldus Van Vlerken. Of de Nederlandse overheid meer moet doen is echter een lastige vraag. Daags na Prinsjesdag onderstreepte de overheid wederom dat het ontzettend belangrijk is dat bedrijven in Nederland blijven door ze zo goed mogelijk te faciliteren. *"We hebben te maken met een Europees speelveld en het is dus niet de Nederlandse overheid die hier de meeste invloed heeft"*, aldus de topman. We moeten deze kwestie steeds meer zien als een Europese kwestie in plaats van een nationale kwestie, zo waarschuwt Van Vlerken. Hij verwijst hiermee naar het rapport van Mario Draghi³ over de uitdagingen van de Europese economie.

Van Vlerken. Europa is dus aan zet om dit in de komende jaren te gaan realiseren.

Toezichhouders harmoniseren

Ondanks de politieke versnippering en een opkomend populisme ziet Van Vlerken wel een consensus in Europa voor het pleiten van het realiseren van één centrale kapitaalmarkt. *"De versnippering in de Europese economie zien we vooral op andere thema's, zoals migratie en milieu dan op economisch gebied"*, aldus Van Vlerken. Om dit te bewerkstelligen is er veel meer harmonisatie nodig op het gebied van regelgeving en toezicht. Om één centrale kapitaal-

ESG NIET PER SE STUREND

Net als veel andere bestuurders onderstreept ook Van Vlerken het belang van een uniforme Europese kapitaalmarkt. Vanuit Europa zou hier veel meer naar toe gewerkt moeten worden, zo onderstreept hij. Een instabiel Nederlands overheidsbeleid, zoals we de laatste jaren vaker zagen, is één van de grootste risico's voor bedrijven. Dit tezamen met een gebrek aan transparantie maakt Nederland onaantrekkelijker om je als bedrijf te vestigen, zo waarschuwt de Euronext Amsterdam topman. Consistentie is key aldus hem. Dit geldt absoluut voor het fiscale beleid, denk bijvoorbeeld aan het plan om belasting te heffen op het inkopen van eigen aandelen, maar ook aan het expatbeleid. Deze ontwikkelingen zien we ook verderop in Europa en dat maakt het Europese continent minder aantrekkelijk. *"Dit in combinatie met het gebrek aan één Europese kapitaalmarkt helpt natuurlijk ook niet. Europa is nog steeds vrij gefragmenteerd en dat geldt ook voor de liquiditeit en er is geen centraal wettelijk kader voor de Europese kapitaalmarkt"*, zo stelt



René van Vlerken, sinds september dit jaar CEO Euronext Amsterdam en sinds 2017 betrokken bij Euronext waar hij onder meer hoofd van de primaire markten was en de small en midcaps noteringen leidde. Eerder werkzaam bij o.a. Rabobank en ABN AMRO.

markt te creëren moeten er tussen de landen geen verschillen meer zijn op het gebied van alle zaken rondom kapitaalverkeer. Van Vlerken ziet echter in Europa nog zeer veel verschillen wat betreft de rol van de toezichthouders en ook hoe de lokale toezichthouders het Europese beleid vertalen naar de lokale markt. Volgens hem is de harmonisatie van nationale toezichthouders de eerste stap naar een centrale Europese kapitaalmarkt.

Van Vlerken onderstreept de noodzaak voor één centrale Europese kapitaalmarkt bovendien door te wijzen op de geharmoniseerde Amerikaanse kapitaalmarkt. Dat een volledig geharmoniseerde Europese kapitaalmarkt nog steeds niet binnen handbereik is komt volgens hem niet alleen door de topografische verschillen (1 land versus een groep van landen), maar ook door verschillen in de *mind-set* om financiële risico's te nemen. Europese beleggers zijn toch wat behoudender dan de Amerikaanse beleggers, aldus de topman. Hij wijst verder op de hogere dynamiek en daardoor hogere liquiditeit bij de Amerikanen. Het is echter een misvatting dat het voor bedrijven daarom per se een lagere drempel zou moeten zijn om naar de VS te gaan. Ondanks dat de VS maar één toezichthouder, de SEC, kent terwijl elke lidstaat binnen Europa haar eigen toezichthouders heeft op de kapitaalmarkt, is de toegangsdrempel tot de Amerikaanse markt via de SEC echter hoger dan in Europa. Het is dus een misvatting dat de VS daarom per definitie al aantrekkelijker is omdat er maar één toezichthouder is, aldus Van Vlerken. Dat veel bedrijven toch naar de VS gaan komt volgens hem omdat er simpelweg meer te halen is dan in Europa.

Om een volledige geharmoniseerde Europese kapitaalmarkt te creëren is het volgens hem essentieel om tevens een uniform fiscaal regime in Europa te hebben. De locatie van de beursnotering maakt dan ook verder niet meer uit waar die ook in Europa zich bevindt. Het feit dat er in Europa natuurlijk nogal wat landen zijn die niet in de Eurozone zitten is op zich geen ramp, aldus Van Vlerken, want de impact van de wisselkoersen is volgens hem wel te overzien. Hij verwijst hier naar bijvoorbeeld de Noorse kroon die middels de beurs van Oslo ook in het Euronext-spectrum zit en dat valuta diversiteit weinig invloed heeft op het hele spectrum. Verder heeft Euronext technisch één handelsplatform waarop al hun zeven Europese beurzen op draaien. Het maakt dus in feite niets uit waar een aandeel noteert in hun spectrum want het zit verbonden aan één trading venue. Met deze stap was Euronext al aan het voor-sorteren op één Europese kapitaalmarkt.

Europese ESG- eisen vormen geen belemmering

Het is volgens Van Vlerken bovendien een misvatting dat de door-gaans strengere ESG-wetgeving in Europa een duw in de rug zou zijn bij bedrijven om naar de VS te gaan. Het is juist de grotere kapitaalmarkt in de VS die de bedrijven naar de andere kant van

de oceaan trekt. ESG-wetgeving speelt hier amper een rol bij. Hoe hoger de liquiditeit hoe hoger de waardering, is een vuistregel die Van Vlerken predikt. De hogere liquiditeit in de VS biedt bedrijven dus meer kans op een hogere waardering en dit is wat hen over de streep trekt om de grote plas over te steken. De hogere liquiditeit in de VS heeft echter ook een keerzijde. Als het tij keert gaat het ook extra hard, aldus een waarschuwend topman. *"We moeten ook niet het ESG verhaal sec per continent zien. Vooral de grotere bedrijven zijn mondiaal actief en vallen dus onder veel ESG regimes"*.

Home bias beperkt

De *home bias*, het hebben van een voorkeur voor aandelen uit het eigen land, is volgens Van Vlerken een *non-issue*. De home bias speelt vooral bij particuliere beleggers terwijl deze beleggers amper 5 procent uitmaken van het totaal [belegde vermogen in beurs-genoteerde bedrijven in Nederland??]. Het gros van de markt is dus in handen van institutionele beleggers die bijna per definitie internationaal beleggen. Van Vlerken merkt daarbij wel op dat naar-mate de bedrijven kleiner zijn er relatief meer particuliere beleggers in zitten.

EUROPA TE GEFRAGMENTEERD

De recente verhuizing (officieel genaamd het verleggen van de statutaire zetel) van bijvoorbeeld Aegon naar Bermuda heeft voor de ETF-belegger geen impact gehad want het aandeel Aegon blijft gewoon in de AEX-index zitten. Voor de rechtsbescherming van de belegger is de verhuizing van de statutaire zetel wel drastisch, want Aegon valt niet meer onder het Nederlandse juridische regime, maar onder het Bermudaanse regime.

Afsluitend blijft Van Vlerken er op hameren dat Nederland zich moet blijven inzetten voor een zo optimaal mogelijk vestigingsklimaat. Dit wordt onder andere gemeten middels de Global Competitive Index.⁴ *"Nederland moet zowel aantrekkelijk zijn voor Nederlandse bedrijven als voor internationale bedrijven"*, zo rondt hij af.

Noten

- 1 <https://www.euronext.com/en>
- 2 <https://www.linkedin.com/in/renevanvlerken/>
- 3 https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en
- 4 <https://prosperitydata360.worldbank.org/en/dataset/WEF+GCI>

Locatie-discussie vaak kortzichtig

Door Ronald Kok

Uiteraard spreken we voor het thema 'de impact van het verlaten van Nederland door bedrijven' met Rients Abma,¹ directeur bij Eumedion.² Eumedion is als 'goede bewaker' van de bedrijven de spin in het web op het gebied van ondernemingsbestuur en duurzaamheidsbeleid.

Niet één component

Abma wees ons bij aanvang van het gesprek al op het vooral over één kam scheren van de hele discussie waarom bedrijven verhuizen. Zo verwijst hij naar het verhuizen van DSM³ naar Zwitserland waarbij in de media de term "DSM vlucht naar Zwitserland" viel terwijl juist in Zwitserland hogere ESG eisen gelden dan in de Europese unie.

Abma wijst op de drie onderdelen op het gebied van locaties van bedrijven:

- statutaire zetel
- primaire beursnotering
- hoofdkantoor

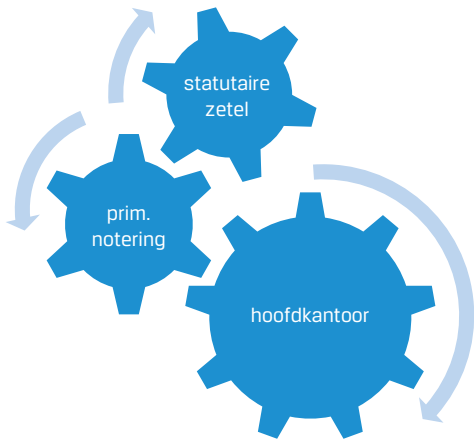
Al deze drie facetten hebben allemaal hun eigen dimensies en moeten we volgens Abma absoluut onderscheiden. Voor al deze 3 de facetten woedt er momenteel een hevige concurrentiestrijd met veel haken en ogen en soms tegenstrijdige belangen. Het verhuizen van de statutaire zetel kan gunstig zijn voor de ene factor maar juist weer nadelig zijn voor een andere variabele aldus Abma. Hij hekelt dan ook 'het op 1 hoop gooien' van deze 3 facetten en dit levert een onjuiste beeldvorming op. Zo kan het dus zijn dat een bedrijf zijn statutaire zetel verhuist naar een land met een lagere vennootschapsbelasting maar wellicht ook met strengere ESG-regels. Het is volgens de econoom dusverre van een simpele zwart-wit discussie. "Op alle drie de facetten woedt een grote concurrentiestrijd tussen beurzen en landen om zichzelf zo aantrekkelijk mogelijk te maken voor ondernemingen" aldus Abma. "Multinationals zijn veel mobieler geworden en zoeken steeds meer naar de optimale locatie van hoofdkantoor, juridische zetel en beursnotering. Er is duidelijk sprake van 'multiple corporate citizenship', waarbij overheden, toezichthouders en beurzen wel het risico lopen tegen elkaar uitgespeeld te worden voor zaken als belastingdruk, aandeelhoudersrechten en beleggersbescherming. Overheden, toezichthouders en beurzen moeten oog houden voor de juiste 'checks and balances' en dat van bedrijven ook een maatschappelijke bijdrage mag worden verwacht in de zin van bijvoorbeeld een fair share aan belastingbetalingen en adequate verantwoording". Hij benadrukt verder dat het een hele relevante discussie is voor de eindbegunstigden, dus de deelnemers van pensioenfondsen: gepensioneerden en werknemers. Want die willen niet alleen van zijn pensioen genieten in een leefbare wereld, maar ook in een florerende economie die werk en inkomen verschaft aan hun kinderen en kleinkinderen. Een florerende economie steunt op een sterk bedrijfsleven. Volgens

Abma is het dus absoluut te prefereren wat dat betreft dat bedrijven lokaal aanwezig blijven waar ook het gros van de eindbegunstigden zich bevinden. Op deze manier is er een indirecte link die heel relevant is voor zowel de bedrijven als de eindbegunstigden.



Rients Abma, directeur bij Eumedion is tevens betrokken bij de AFM, NBA en Raad voor de jaarverslaggeving. In het verleden was Abma werkzaam bij het ministerie van Financiën en was hij secretaris van de commissie Tabaksblat (2003). In de jaren '90 werkte Abma bij VNO-NCW.

Figuur 1
Complexe relaties
statutaire zetel,
primaire notering en
hoofdkantoor



Nederland aantrekkelijk maar Europese rat race dreigt

Met betrekking tot de plek van zetel gaat het vooral om over hoeveel vrijheid een raad van bestuur heeft om haar eigen koers te varen en controle te houden over de vennootschap. Abma duidt op de stroom van voornamelijk Italiaanse bedrijven zoals Exor⁴ naar Nederland omdat het Nederlandse vennootschapsrecht vrij flexibel is op het gebied van aandelen met meervoudige stemrechten toe te kennen. In Italië zijn er echter al tegenreacties om bedrijven toch binnen haar landsgrenzen te houden. Hij verwijst verder naar Engeland dat recent ook de rechten van aandeelhouders heeft beperkt. Abma noemt het een zorgelijke trend dat Europese landen zich op juist dat terrein aantrekkelijker willen maken want dit is een 'rat race to the bottom'. Hij verwijst bijvoorbeeld naar de Amerikaanse staat Delaware waar het gros van de Amerikaanse bedrijven zit vanwege een heel aantrekkelijk vestigingsklimaat maar later ging Texas hier zelfs nog voorbij. Mede omdat landen het vennootschapsrecht als een concurrentiefactor zien, noemt Abma het een utopie dat er een volledige harmonisatie kan komen op het gebied van het Europese vennootschapsrecht.

VREES UITHOLLING EUROPESE
KAPITAALMARKT

Abma duidt verder op de schok die er kwam op het plan om belasting te heffen op het inkopen van eigen aandelen. *"Het inkopen van eigen aandelen is bij sommige bedrijven een belangrijk onderdeel van het kapitaalallocatiebeleid en derhalve van de strategie. De plotselinge amendering van het Belastingplan 2024 door de Tweede Kamer dreigde in één klap de strategie van sommige bedrijven aan te tasten"* aldus Abma. Dezelfde invloed van belastingen zien we ook bij het vestigingsklimaat waarbij expats bepaalde fiscale vrijstellingen hebben. *"Voor een bedrijf als ASML is het essentieel dat zij zo min mogelijk belemmeringen hebben op het gebied van het kunnen vinden van voldoende expats"* aldus Abma.

Amerikaanse aantrekkingskracht ook risicovol

Met betrekking tot de keuze voor het hoofdkantoor speelt, naast factoren als het leefklimaat, scholing van de bevolking, (culturele)

voorzieningen en bereikbaarheid, de hoogte van de vennootschapsbelasting een belangrijke rol. Ook de discussie rondom het heffen van belasting op de inkoop van eigen aandelen heeft invloed op de keuze voor de locatie van het hoofdkantoor.

PLAN HEFFING BELASTING OP
AANDELENINKOOP GROTE SCHOK

De keuze voor de plaats van de aandelennotering heeft vooral te maken met de breedte en diepte van de achterliggende beurs. Op dit vlak hebben de Amerikaanse beurzen NASDAQ en NYSE een concurrentievoorsprong. Ook omdat de Amerikaanse beleggers over het algemeen meer risico's durven te nemen dan continentaal-Europese beleggers. Je ziet nu een zelfversterkend, vliegwieleffect in de VS: de Amerikaanse beurzen bieden hogere waarderingen, waardoor dit veel bedrijven trekt, met name uit de (bio) techsector. In Europa zie je juist het omgekeerde effect: de trek van bedrijven naar Amerika leidt tot minder diepe en brede Europese effectenbeurzen, hetgeen weer een reden kan zijn voor andere bedrijven om ook de sprong over de oceaan te maken. Zo holt de Europese concurrentiekracht achteruit. Tegelijkertijd zit er voor Europese, maar ook Aziatische bedrijven, volgens Abma, wel een risico aan een Amerikaanse notering. *"Je importeert namelijk de grillen van de lokale regelgeving van de SEC die erg onderhevig is aan het politieke regime. Hiermee komen dus ook extra's risico's om de hoek kijken"*. Abma verwijst naar ASML waarbij de Amerikaanse regering druk op ASML zet met betrekking tot haar bedrijfsvoering. *"Hoe meer bedrijven met hun beursnotering naar de VS verkassen hoe langer de Amerikaanse arm qua wet- regelgeving wordt. Europa moet dus oppassen om geen open lucht museum te worden"* zo waarschuwt Abma. Ook wijst hij op de mindere zichtbaarheid van Europese bedrijven. *"Op de Amerikaanse beurs ben je als bedrijf één van de pak 'm beet 5000 genoteerde bedrijven; in Amsterdam één van de 90"*,

Aandeelhoudersrechten verankeren

Abma constateert verder dat de aantrekkingskracht van de Aziatische beurzen minder is geworden, mede door de Chinese invloed en de voortvloeiende politieke risico's. Londen wordt aantrekkelijker omdat het daar nu mogelijk is om aandelen uit te geven met een meervoudig stemrecht, hetgeen tot voor kort verboden was of er was specifiek toestemming nodig van de aandeelhouders. Zodoende kalft de macht van de aandeelhouders dus behoorlijk af aldus een bevroesde Abma. Dit is een gevaarlijke trend want het kan op korte termijn wel goed zijn voor de bedrijven maar voor de aandeelhouders vervliegt hun grip op de bedrijven. Om de aandeelhouders verder te beschermen heeft Eumedion er bij zowel Aegon als bij Flow Traders (die beiden hun statutaire zetel naar Bermuda verhuisden) mede voor gezorgd dat de bedrijven extra aandeelhoudersrechten in hun statuten hebben opgenomen. Voorbeelden van verankeringen van de grip van aandeelhouders zijn bindende stemmingen over het beloningsbeleid en het ontnemen van het voorkeursrecht bij de uitgifte van nieuwe aandelen. Het is trouwens

niet alleen 'shoppen' tussen landen qua statutaire zetel maar in de VS gebeurt dit in de losse staten. Zo verhuisde Tesla haar statutaire zetel uit Delaware naar Texas⁵ in verband met juridische geschillen.

Zorgen over uitholling Europese kapitaalmarkt

Net als veel andere economen is ook Abma bevreesd dat de Europese kapitaalmarkt in haar huidige vorm veel te beperkt is en drastisch geoptimaliseerd moet worden. Daarnaast hekelt hij de versnippering in Europa qua lokale regelgeving. *"Ook al heeft Euronext beurzen in 7 landen dan nog zijn er 7 verschillende regelgevingen en toezichthouders"* aldus Abma. En dit staat dus in schril contrast met de VS waar maar een paar grote beurzen zijn die ook nog eens onder hetzelfde regelgevend en toezichtsregime staan (SEC). Tevens is de liquiditeit van de Amerikaanse beurzen fors hoger hetgeen deels komt door de veel lagere fragmentatie. In Europa moet daarom veel meer gestreefd worden naar een geïntegreerde kapitaalmarkt aldus een waarschuwende Abma.

**UITHOLLING EUROPESE KAPITAALMARKT
LIGT OP DE LOER**

Tegenwind EU wetgeving

De sprong naar een beursnotering in de VS wordt echter wel gedempt door de eisen van de duurzaamheidswetgeving CSRD.⁶ Deze wetgeving eist dat bedrijven die in Europa actief zijn op de interne markt ook gewoon aan de duurzaamheidseisen moeten voldoen (ook al zouden ze in Europa geen notering/hoofdkantoor/zetel hebben). De komst van de zwaardere opvolger van CSRD:

CSDDD (Corporate Sustainability Due Dilligence Directive, die ook extraterritoriale werking heeft)⁷ juicht Abma erg toe maar het is nog lang niet zeker wanneer dit actief gaat worden. Het zal namelijk spannend worden of Europa deze strengere eisen in de praktijk wel durft op te leggen aan de Amerikaanse bedrijven. De intentie is er in Europa maar Abma is bevreesd voor de tegendruk uit de VS. Als goed voorbeeld verwijst hij naar de strenge Europese privacywet GDPR⁸ die in eerste instantie veel tegendruk had (bijvoorbeeld de zaken met Facebook⁹) maar uiteindelijk wel werden ingevoerd. Abma verwijst verder tussen het spanningsveld: enerzijds biedt Europa een hele grote markt met veel consumenten maar anderzijds is er de druk qua regelgeving op de bedrijven. *"We zullen het in de komende jaren gaan zien hoe het krachtenveld zich gaat ontwikkelen: of CSRD en CSDDD geen duw naar de Europese uitgang zijn of juist bedrijven in Europa kan houden"* zo besluit Abma.

Noten

- 1 <https://www.linkedin.com/in/rients-abma-88846b2/>
- 2 <https://www.eumedion.nl/>
- 3 <https://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/chemiebedrijf-dsm-fuseert-met-kleinere-zwitserse-concurrent-winstgroei-in-dubbele-cijfers-verwacht~be45f7c4/>
- 4 <https://www.reuters.com/markets/stocks/agnellis-exor-move-listing-amsterdam-milan-2022-07-29/>
- 5 <https://texasborderbusiness.com/tesla-shifts-legal-headquarters-from-delaware-to-texas/>
- 6 https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive_en
- 7 <https://www.corporate-sustainability-due-diligence-directive.com/>
- 8 <https://gdpr-info.eu/>
- 9 <https://www.nytimes.com/2023/05/22/business/meta-facebook-eu-privacy-fine>

Zet in op beleggers om de nieuwe Shells en Unilevers te lokken

Gerben Everts

Als je honderd wordt, zoals de VEB dit jaar, dan is het een goed moment eens over de schouder te kijken om terug te blikken. Niet omdat er weinig toekomst is, maar omdat veranderingen over een langere termijn duidelijker waarneembaar worden.

Begin dit jaar inventariseerden we de nieuwelingen en vertrekkers op de Amsterdamse beurs in de afgelopen tien jaar. Daaruit bleek dat in het afgelopen decennium een ware uittocht heeft plaatsgevonden van oer-Hollandse bedrijven. Ondernemingen als Boskalis, Accell en Beter Bed maar ook Ordina en Lucas Bols verdwenen van het Damrak door overnames.

Over die ondernemingen gaat het zelden in gesprekken over het belang van de Nederlandse kapitaalmarkt. Bovendien blijft vaak onbenoemd dat ook veel overnames door in Nederland genoteerde ondernemingen worden gedaan. Het zijn juist de zorgen over het vertrek uit Nederland van grootmachten als Shell, Unilever en DSM die de boventoon voeren. Dat is jammer.

Zorgen kun je hebben, maar voordat die zorgen het humeur en handelen gaan bepalen, is het goed het volledige plaatje te bekijken. Op de keper beschouwd gaat het om twee verschillende discussies: enerzijds over het vestigingsklimaat en anderzijds over het investeringsklimaat.

OVERNAMES DOOR NEDERLANDSE ONDERNEMINGEN JUIST ONDERBELICHT

Eerst het vestigingsklimaat. Dat is een medaille met twee kanten. Shell en Unilever verplaatsten hun hoofdkantoor voornamelijk vanwege fiscale en juridische redenen. De ondernemingen hadden al van oudsher een lastig uitlegbare, duale structuur en kozen uiteindelijk voor het Verenigd Koninkrijk. Dat heeft ook zeker met politieke keuzes te maken. De Nederlandse regering heeft de *beauty contest* op een cruciaal moment verloren en – naar mijn mening – verkeerde afslagen genomen doordat zij het parlement niet meekreeg. De bereidheid van het parlement om in te zien wat concurrentiekracht soms vereist – bijvoorbeeld het wegnemen van fiscale disincentives zoals de bronbelasting op dividenden – was er niet. De consequentie daarvan is inmiddels bekend: de verplaatsing van de hoofdzetel uit Nederland van een aantal beeldbepalende ondernemingen. Democratisch correct, maar

het doet onmiskenbaar afbreuk aan de aantrekkingskracht van Nederland voor bedrijven. Dat is een keuze die regering en parlement destijds samen hebben gemaakt. Gelijktijdig is er kennelijk lering getrokken uit de eerdere ervaringen, gezien de moeite die recentelijk is genomen om ASML binnen Nederland te houden. Daarbij ging het ook om meer dan alleen een hoofdkantoor. Rond ASML is een ecosysteem ontstaan met directe regionale impact en internationale uitstraling en hierin wordt opnieuw geïnvesteerd. Door ervaring wijs geworden is het inzicht ontstaan dat behoud van industrie en werkgelegenheid in een competitieve internationale wereld niet zonder

Gerben Everts

Directeur van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB)¹



visionair en ambitieus leiderschap gaat. Fiscale faciliteiten maken daar onmiskenbaar onderdeel van uit.

Gelukkig zijn ‘vertrokken’ ondernemingen als Shell en Unilever niet verdwenen voor beleggers. Zij hebben hun beursnotering in Nederland behouden. Datzelfde geldt voor Aegon en Flow Traders, financials die veel branchegenoten zijn gevolgd naar Bermuda, waar het klimaat zonnig is en het toezicht mild.

DSM is een geval apart. Het bedrijf was net een nieuw hoofdkantoor in Maastricht aan het inrichten, toen de Zwitserse overnamepartner Firminich bedong dat het hoofdkantoor van de combinatie niet in het Limburgse Heuvelland maar in de Alpen zou komen.

NEDERLANDSE BEURS AANTREKKELIJK VOOR NOTERING

Tegenover die vertrekkers staat een stoet aan buitenlandse ondernemingen die naar de Nederlandse beurs is getrokken. Dat is niet alleen te danken aan de internationale allure van Nederland of Euronext Amsterdam, maar juist ingegeven door fiscale en juridische redenen. Denk aan een IJslandse slachtmachinefabrikant (Marel), een Spaans bouwbedrijf (Ferrovial), een Poolse pakketkluisbedrijf (InPost), een Zuid-Afrikaanse investeerder (Prosus), 's werelds grootste platenmaatschappij Universal Music Group (UMG) en Investeringsmaatschappij CVC Capital. Het zijn stuk voor stuk grote en wereldwijd actieve bedrijven, veelal met een marktkapitalisatie van tientallen miljarden euro's, maar ook bedrijven zonder wortels of noemenswaardige productielocaties en investeringen in Nederland.

Een andere observatie is een gebrek aan aanwas van ondernemingen uit het middensegment. Dit heeft een andere oorzaak en zit vooral in het investeringsklimaat. Steeds meer grote beleggers en analisten lijken de onderkant van de beurs te negeren. De aandelen in de lagere regionen van de beurs vallen ook buiten het gezichtsveld van aanbieders van indexvolgers.

De afnemende interesse van beleggers heeft tot gevolg dat er steeds minder analistenrapporten over kleinere bedrijven verschijnen. Enkele jaren geleden werd een aandeel als Beter Bed nog gevolgd door tien analisten, waaronder die van Kempen, ING en NIBC. Deze partijen hebben Beter Bed echter allang van de *coverage*-lijst geschrapt; het aantal rapporten dat over dit bedrijf verscheen, daalde sterk.

Minder vraag betekent onvermijdelijk dat de beurshandel in kleinere fondsen afneemt, terwijl voldoende liquiditeit één van de randvoorwaarden is voor grotere beleggers bij de selectie van een investering. De beperkte belangstelling voor de kleinere bedrijven heeft eveneens onwenselijke gevolgen voor de aanwas van nieuwe namen. Jonge bedrijven komen later naar de beurs.

Deze bedrijven, nog grotendeels in handen van de oprichters, wensen beloond te worden voor jaren van risico nemen en hard werken. Veel oprichters kiezen nu eerst voor een ritje onder de beschermend aanvoelende, maar onverbiddelijke vleugels van *private equity*, voordat ze een deel van hun belang naar de beurs brengen. Dat levert financieel meer op, maar dat is in het huidige tijdsgewricht, waarbij nieuwe ontdekkingen, producten, markten veel sneller tot ontwikkeling komen, een gemiste kans. Ik zou deze bedrijven graag veel eerder in de publieke arena zien opereren. In dat geval kan institutioneel en retail kapitaal rechtstreeks profiteren van innovatieve spelers door hen kapitaal ter beschikking te stellen. Ik meen dat succesvolle bedrijven sneller kunnen accelereren dan buiten de beurs om. Let wel, de beurs is de *Champions League*, waarbij openheid en hoge standaarden disciplinerend werken. Het komt aan op zelfvertrouwen en leiderschap om daar goed mee om te gaan en de innovatieve voorsprong te behouden.

TIJD VOOR ACTIE

Terug naar de zorgen over het vestigings- en investeringsklimaat. Een goed vestigingsklimaat is belangrijk, maar een goed investeringsklimaat is minstens zo belangrijk. Dat laatste wordt feitelijk altijd en overal opgeofferd voor het eerste. Het vestigingsklimaat is nu eenmaal meer direct meetbaar en kent snellere 'successen'.

Het enkele feit echter dat een onderneming een hoofdkantoor naar Nederland verplaatst of hier een beursnotering aanvraagt, doet als zodanig niets voor onze economie, afgezien van de omzet van een handvol Zuidas-advocaten. Je wil dat er uiteindelijk meer bedrijvigheid uit voortkomt, dat meer investeerders getrokken worden naar mooie bedrijven en dat die bedrijven kunnen uitbreiden naar nieuwe markten met nieuwe producten. Dan maakt het niet uit of een bedrijf hier statutair gevestigd of genoteerd is, of elders in Europa. Als de activiteiten maar leiden tot meer waardevolle banen, mooie winsten en rendementen voor beleggers. Daar moeten we in investeren. Juist voor Nederland met een kapitaalgedekt pensioenstelsel en actieve particuliere beleggers is het Europese investeringsklimaat evenzeer belangrijk naast het vestigingsklimaat.

INVESTERINGS- EN VESTIGINGSKLIMAAT MOETEN AANTREKKELIJKER

Funest is het als het investeringsklimaat ondergeschikt wordt gemaakt om bedrijven, die het niet zo nauw nemen met aandeelhoudersrechten, naar Nederland te trekken. Dat wordt helaas steeds meer gangbare praktijk. Investeren in een beter investeringsklimaat moet daarom opnieuw boven aan de agenda komen. Een drietal acties vormen het hart van die ambitie:

- 1 Zorg voor een zo gelijk mogelijk speelveld in Europa waarbij te allen tijde de belegger adequaat beschermd wordt. De retail belegger verdient daarbij specifieke aandacht; de Europese Commissie zet juist deze groep (terecht) centraal in pogingen om de private *equity* cultuur in Europa te verbeteren. Particulieren moeten worden aangemoedigd minder te gaan sparen en meer te gaan beleggen in de gereguleerde markten. Er zitten nu eenmaal risico's in de markt, maar het mag niet zo zijn dat je geconfronteerd wordt met risico's die gaandeweg aan de oppervlakte komen, bijvoorbeeld doordat je niets te zeggen hebt en bent overgeleverd aan de grillen in de besluitvorming door de voormalige oprichters. Je zou minderheidsaandeelhouders graag een effectieve correctiemogelijkheid geven. Deze ontbreekt momenteel veelal echter. Het inruilen van het investeringsklimaat voor illusoire winst qua vestigingsklimaat heeft op termijn een prijs.

BETREK BELEGGEREN BIJ BELEID

- 2 Er zal ook een fiscaal klimaat gecreëerd moeten worden dat bij een stevig investeringsklimaat past. Grote winsten belasten is prima, maar onder het huidige Nederlandse gesternte worden mensen ontmoedigd te beleggen voordat ze begonnen zijn, zeker als ze behoudend zijn in het nemen van risico. Op dit moment is bijvoorbeeld investeren in obligaties voor

particulieren zeer onaantrekkelijk vanwege de fiscale behandeling. Dat is naar mijn mening een gemiste kans.

- 3 Om het investeringsklimaat een vlucht te laten nemen in Nederland en Europa is een positieve invalshoek nodig. In een markt die te maken heeft met grote transitie – welvaart, veiligheid en energie-transitie – is het een urgente zaak de vraagkant te stimuleren. Stuur niet alleen ondernemingen fiscaal en met internationale tarieven in het maken van maatschappelijk gewenste keuzes. Kijk niet enkel naar de overheid om de hoge kosten daarvoor te maken, maar betrek hierbij beleggers. Maak het beleggen in bedrijven die aantoonbaar *net-zero* zijn belastingvrij, die op het reductiepad zitten belastingvriendelijk en bedrijven die het totaal negeren fiscaal ook minder tolerant. Dan krijgt de transitie op een positieve wijze vorm en snijdt het zwaard aan twee kanten. Goed vormgegeven hoeft het overheden niets te kosten, versnelt het de transitie en zorg het ervoor dat achterblijvers via de wetten van de markt verplicht worden om mee te participeren, op straffe van hogere belasting, boetes en minder aanbod van kapitaal. Beleggers vormen het niet benutte potentieel, het vliegwielt, om een veel te traag en met politieke valkuilen omgeven transitieproces in een ronkende turbomotor te veranderen.

Noot

- 1 De VEB is de grootste vertegenwoordiger van retail en institutionele beleggers in Europa

Verlaten geliefde

Mijn oma werd al jong weduwe en moest de kost verdienen voor een gezin met drie opgroeiende kinderen. Dat was geen vetpot dus elk dubbeltje werd omgedraaid. Later erfde ze wat geld, maar haar zuinige gewoontes veranderden niet. Zelfs op hoge leeftijd liep ze met haar rollator gerust een blokje om als er bij de supermarkt verderop een mooie aanbieding was.

Ze gaf het geld dus niet uit, maar ze belegde. In Koninklijke Olie/Shell, niet voor niets het weduwen- en wezenfonds genoemd. Dat was veilig, degelijk en bekend dus daar speelde de *home bias* zeker een rol bij. Toch kan ik voor deze neiging om te beleggen in 'bekend en dicht bij huis' altijd wel begrip opbrengen. Nederlandse bedrijven worden over het algemeen nauwkeuriger gevolgd door de vaderlandse pers dus er is veel toegankelijke informatie over te vinden, in de eigen taal.

Uiteraard komt er ook irrationaliteit bij kijken. Een Nederlands bedrijf voelt dichtbij en vertrouwd. Misschien ken je wel mensen die er werken of kom je regelmatig langs het hoofdkantoor. Misschien geeft het zelfs een gevoel van grip? Alsof je dat hoofdkantoor kan binnenstappen om verhaal te halen zodra er iets mis is? Maar u weet: zodra dit soort emoties een rol gaan spelen bij beleggingskeuzes moet je opletten.

Nu is mijn oma al zo'n tien jaar geleden overleden. Toch vroeg ik me af hoe zij zou hebben gereageerd op het vertrek van Shell uit Nederland. Zou ze haar aandelen van de hand hebben gedaan? Omdat met de afstand het bedrijf ook emotioneel 'verder' weg zou voelen? En daarmee risicovoller of onvoorspelbaarder? Of vanuit wrok, als een verlaten geliefde?

In de discussie over het vestigingsklimaat van bedrijven lijken soms vergelijkbare emoties een rol spelen. Tuurlijk, als een bedrijf vertrekt verdwijnen er directe en indirecte banen, kennis en belastinginkomsten. Maar het verplaatsen van bijvoorbeeld een hoofdzetel wekt ook emoties op. Zijn we niet goed genoeg meer? Doen we er niet meer toe? Worden we een onbetekenend economie'tje?

Belangrijker dan meteen in de paniek te schieten als een bedrijf wil vertrekken, is om

te kijken waaróm het precies wil vertrekken. Vindt het de milieumaatregelen te streng? Is er gebrek aan goede mensen? Zijn de mensen te duur? Moet het te veel belasting betalen? Niet elk bedrijf wil hetzelfde, maar een 'goed vestigingsklimaat' is een soort containerbegrip geworden waar iedereen naar hartenlust wensen op kan projecteren.

We hebben in Nederland bovendien de neiging álles hier te willen houden. Maar inmiddels loopt ons land tegen de grenzen van groei aan. Wat als er steeds meer mensen van buiten moeten komen om al die bedrijven draaiende te houden? Arbeidsmigratie is een verrijking voor ons land, maar brengt ook uitdagingen mee. We zijn nu al het dichtstbevolkte land van Europa met een groot tekort aan woningen.

Zelfs vervuilende industrieën kunnen we moeilijk laten gaan of verkleinen. Dat gaat vaak vergezeld van het gelegenheidsargument dat 'we het hier schoner doen dan elders'. Minder landbouw? Onverstandig, want dat doen we hier juist zo duurzaam en efficiënt. Krimp Schiphol? Dom, want mensen vliegen dan via minder efficiënte routes. Pfas-verbod? Pas op, straks verplaatst de industrie zich naar China en dan gaat het pas echt mis. Maar bij elkaar opgeteld zijn ál die activiteiten gewoon belastend voor onze natuur en gezondheid.

Dat betekent dat er keuzes moeten worden gemaakt. Welke activiteiten voegen de meeste waarde toe? En laten we vooral niet vergeten dat welvaart meer is dan alleen het bbp. Soms betekent het dat er afscheid moet worden genomen van oude coryfeeën. Zolang er maar ruimte is voor groei van nieuwe.

Wie weet had mijn oma haar Shell-aandeeltjes wel verkocht en lekker in ASML geïnvesteerd.

Anna Dijkman is financieel journalist en columnist bij het FD



Gebrek aan liquiditeit is een belangrijke frictie in financiële intermediatie

Op 17 april 2024 is Lennart Dekker gepromoveerd aan Tilburg University op zijn proefschrift 'Essays on Asset Liquidity and Investment Funds'. In dit artikel licht hij het concept liquiditeit toe en de manier waarop dit financiële intermediatie door beleggingsfondsen beïnvloedt op basis van de conclusies in zijn proefschrift.

Het concept liquiditeit refereert aan het gemak, de snelheid en de kosten die gepaard gaan met het verhandelen van financiële activa. Gebrek aan liquiditeit is een belangrijke frictie in financiële markten. Wanneer markten illiquide zijn, kan het moeilijker en duurder worden om activa snel te kopen of te verkopen zonder significante prijsconcessies te moeten doen. Dit kan leiden tot grotere prijsschommelingen en verhoogde volatiliteit. Voldoende liquiditeit is daarom essentieel voor het goed functioneren van financiële markten.

In een van de hoofdstukken in mijn proefschrift bestudeer ik hoe passieve beleggingsfondsen een minder liquide benchmark index repliceren. In de afgelopen jaren zijn Chinese kapitaalmarkten steeds meer toegankelijk geworden voor buitenlandse investeerders. Vanaf mei 2018 zijn Chinese A-aandelen, die genoteerd zijn in het vasteland van China, opgenomen in de toonaangevende index voor opkomende markten van de indexprovider MSCI. Ik onderzoek hoe fondsen met een passieve beleggingsstrategie reageren op deze indexwijziging. Er is sterk bewijs dat zij een afweging maken tussen het minimaliseren van liquiditeitskosten en het minimaliseren van afwijkingen ten opzichte van de index. Passieve fondsen concentreren hun posities namelijk in de grootste, meest liquide A-aandelen en vermijden de kleinste, minder liquide A-aandelen in de index. Vervolgens blijkt dat vooral de grootste, meest liquide A-aandelen een verhoogde correlatie met indexrendementen vertonen na opname in de index. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de verhoogde aanwezigheid van westerse institutionele beleggers het aan-

deel van Chinese particuliere beleggers naar beneden heeft gebracht. Omdat het handelsgedrag van particuliere beleggers vaak geassocieerd wordt met hogere volatiliteit in de onderliggende aandelen, zou een afname van particuliere beleggers in deze markt kunnen verklaren waarom de aandelenrendementen minder volatiel zijn geworden en meer met de index zijn gaan meebewegen. De bevindingen in dit hoofdstuk benadrukken dat liquiditeit een belangrijke rol speelt in de replicatiestrategieën van passieve beleggers, wat vervolgens invloed heeft op het effect van indexopname op de onderliggende aandelen.

Daarnaast analyseer ik de liquiditeitsmismatch in open-einde bedrijfsobligatiefondsen. Deze fondsen bieden hun investeerders doorgaans dagelijkse onttrekkingen aan, terwijl ze beleggen in activa die gekenmerkt worden door beperkte liquiditeit. Immers, de bedrijfsobligatiemarkt is minder liquide dan bijvoorbeeld de markt voor staatsobligaties of aandelenmarkten, aangezien veel bedrijfsobligaties niet vaak verhandeld worden en de transactiekosten in deze markt relatief hoog zijn. Wanneer de onttrekkingsvoorwaarden van een fonds niet aansluiten op het liquiditeitsprofiel van de activa waarin het fonds belegt, is er sprake van een liquiditeitsmismatch. Wanneer deze fondsen met grote terugbetalingsverzoeken te maken krijgen, kan dit tot gedwongen verkoop van bedrijfsobligaties leiden en bijdragen aan een verdere marktontwikkeling. Mijn onderzoek wijst uit dat tijdens de coronacrisis in maart 2020, fondsen met grotere liquiditeitsbuffers minder bedrijfsobligaties verkochten en beter presteerden. Dit suggereert dat hogere liquiditeitsbuffers procyclisch handelsgedrag kunnen reduceren. De mate waarin fondsbeheerders liquiditeit internaliseren is dus van belang op de stabiliteit van onderliggende markten.

Ook bestudeer ik de relatie tussen de liquiditeitsmismatch en fondsrendementen over een langere steekproefperiode. Hieruit volgt

dat fondsen die in minder liquide bedrijfsobligaties beleggen, onderpresteren ten opzichte van meer liquide fondsen. Dit effect is het sterkst gedurende tijden van stress, wanneer bedrijfsobligatiefondsen doorgaans met significante terugbetalingsverzoeken te maken hebben. Om aan dergelijke terugbetalingsverzoeken tegemoet te komen, kunnen fondsbeheerders tijdens zulke perioden dus genooddaakt zijn om bedrijfsobligaties te verkopen tegen ongunstige prijzen en hoge transactiekosten, wat het fondsrendement negatief beïnvloedt. Met andere woorden, de effectieve beleggingshorizon van een open-einde bedrijfsobligatiefonds sluit niet altijd aan op het liquiditeitsprofiel van de bedrijfsobligatiemarkt. Tevens is deze bevinding het meest uitgesproken voor fondsen die in high-yield obligaties beleggen. Dit kan verklaard worden door het feit dat high-yield fondsen doorgaans met grotere onttrekkingsverzoeken te maken krijgen ten tijden van stress, en dus genooddaakt kunnen zijn om grotere hoeveelheden obligaties in een illiquide markt te verkopen. Al met al zijn mijn bevindingen consistent met de hypothese dat een liquiditeitsmismatch een negatieve invloed kan hebben op behaalde fondsrendementen.

Lennart Dekker, Beleidsadviseur Financiële Stabiliteit bij De Nederlandsche Bank



Book review "The Market Mind Hypothesis" by Patrick Schotanus

Bookreview by Rogier van Aart, Investment officer at MN

George Soros' book *Alchemy of Finance* is a different book from many others, as it focused on discussing the behavior of investors and how this behavior changed the outcome. It confirmed that economics is in fact a pseudo-science. Similar experiments could result in different outcomes. Soros' work was published in 1987 and ahead of its time, well before behavioral economist Richard Thaler published his fundamental work *"Advances in Behavioral Finance"*.

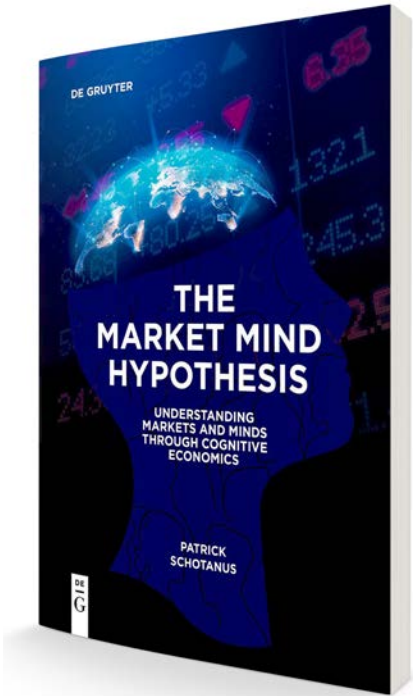
Now Patrick Schotanus has come up with a fascinating book *The Market Mind Hypothesis*, discussing the psychology of financial markets and investors. His thesis is that the markets are made by the minds of people and therefore the minds of those people make the markets and should not be treated as a machine. Newspapers already concur: they often use emotions to describe trends and swings in markets: 'the mood is optimistic', or 'the market feels depressed'. Nevertheless, models used by economists leave too little room for behavioral factors: *"when central banks talk about "transmission mechanisms" between their policies and the economic system they pretend it is machine-like, whereas in human reality it largely involves mind~matter dynamics"*.

The book starts with theoretical discussions on psychological concepts. These are not always easy to grasp, especially as you are not familiar with the matter. More practical examples are present the second half of the book. Having a keen interest in behavior finance and investor behavior, I recognize some of the well-known examples, like the Gorilla in the room or the Stanford prison experiment. But Patrick's knowledge goes

far beyond those examples, all to prove his point clearly: we humans have profound biases and we are far from rational.

He refers to a great wealth of interesting research to support his claim using different perspectives and up-to-date examples. He strides off the path as an intellectual ought to do. Sometimes these side-paths distract from the storyline in the book, and it is not easy to find the right conclusion. In many instances those deep dives are interesting. He has also reserved space for "Notes" and these fun to read: they discuss topical items investors are all familiar with: Fama, Shiller PE, GameStop, etc. and he tries to explain how these examples intertwine with his Market Mind Hypothesis.

At the same time Patrick creates the thesis that computing has made markets work more and more like a machine. Research shows that more and more trading is done by computers, does this also mean that more and more investment decisions are made by computers or systematic models? If this is true, markets will become less and less 'mind'. It would have been interesting to see how the Market Mind Hypothesis



Auteur: Patrick Schotanus
Uitgever: De Gruyter
ISBN: 9783111211619

would deal with this trend and what the implications are on markets, behavior and society and if there are any counter trends.

Patrick Schotanus displays an enormous insight in sociology, psychology, investment and the economy. There is so much in the book that deserves more elaboration and explanation and it makes me curious to read more about it. Proving his thesis will be incredibly difficult and very challenging. More research and discussions will be required, nevertheless the intellectual achievement to bring all the knowledge together in a book deserves praise.

Personally, I am a fan of quotes. So I liked the fact Patrick uses quotes in his book. Patrick shows off by introducing some intriguing quotes. He also explains why quotes are so powerful, for this he quotes Michel de Montaigne: *"I quote others in order to better express myself"*. Let's see where this endeavor will end. And to quote Patrick himself: *"This book is just the start"*.

COMMISSIES/VOORZITTERS 2024

Bestuur van de Vereniging

Dr. Inge van den Doel, voorzitter
Vincent Stap CFA, vicevoorzitter
Dr. Raphie Hayat CFA, penningmeester
Noortje Draper RBA
Yiyi Huang CFA
Linde Kok CFA
Gül Poslu
Rob Verheul

Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter
Financiële commissie
Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter

Commissie Asset & Liability Management

Jori Arts CFA, voorzitter
Commissie Risk Management
Jeffrey Hennen MSc RMFI, voorzitter
Commissie Verantwoord Beleggen
Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter
Commissie Private Equity & Venture Capital
Gijs Hermens 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
Michael Field CFA, voorzitter
Education Committee
Arjen Monster, voorzitter
CFA Institute Research Challenge
Alex Morozov CFA, voorzitter
European Quant Awards
Bob Jansen CFA, voorzitter
Women in Investment Management
Jovita Ražauskaitė CFA
Advocacy Committee
Dr. Alwin Oerlemans CFA FRM

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. Roy Hoevenaars
Mr.drs. Manon Hosemann
Tjitsger Hulshoff MSc RBA
Ronald Kok MSc RBA
Rik Klerkx CFA
Frederik Mannaerts CFA
Sebastiaan Reinders MSc RBA
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 2024:
€ 53 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 © 2024
CFA Society Netherlands

