

## EUROPA

JAARGANG 36 | NUMMER 144 | WINTER 2020

EU bonds, SUREly  
in your matching  
portfolio

7

The underperformance of  
Value vs. Growth stocks  
explained

14

A Value Manager's  
Perspective: How  
Adaptiveness Helped Us  
Survive the Value Bear

20

Met Joe Biden heeft  
Europa weer een rol  
in de internationale  
handelsbetrekkingen

27



# INHOUD

## EDITORIAL

### Europa 3

Dirk Gerritsen, Jan Jaap Hazenberg en Gerben de Zwart

## PRAKTIJK

### EU bonds, SUREly in your matching portfolio 7

Joris Schoenmakers Msc, CFA en drs. Wilfried Bolt Msc, RBA

## COLUMN

### 'Beleids-harmonisatie? Beleids-concurrentie? Nee: 'horses for courses'! 13

Bert Bakker

## ONDERZOEK

### The underperformance of Value vs. Growth stocks explained 14

Jeroen Kakebeek

## PRAKTIJK

### A Value Manager's Perspective: How Adaptiveness Helped Us Survive the Value Bear 20

Robert Davis

## INTERVIEW

### Europa pragmatisch adaptief 25

Adriaan Schout

## OPINIE

### Met Joe Biden heeft Europa weer een rol in de internationale handelsbetrekkingen 27

Rob van de Wijngaert

## COLUMN

### Is er een 'Brussel-effect' in ethiek? 31

Frank Dankers

## VERDER IN DIT NUMMER

### Uit de Vereniging

GIPS 2020: major revision of the Global Investment Performance Standards 4  
Stanley van Klaveren

### Scriptie

De introductie van Financial Fair Play voor Europese Voetbalclubs 32  
Bob de Leeuw

### Bookreview

The Man Who Solved the Market 34  
Ashutosh Shahi, CFA and Patrick Bronger

## CALL FOR PAPERS

Het thema van het zomernummer van het VBA Journaal is: "Lessen uit de crisis". Er is in deze uitgave echter ook ruimte voor artikelen die over een ander onderwerp gaan.

Crises zijn per definitie vrijwel onvoorspelbaar en hebben de financiële markten keer op keer geteisterd. Vergezeld van klinkende namen, zoals de Grote Depressie, de Kredietcrisis, de Internetzeepbel en de Covid-19 Pandemie, hebben deze economische stormen samenlevingen en financiële markten met grote kracht opgeschud. Als reactie hierop is in de nasleep vaak regelgeving ingevoerd, bijvoorbeeld de Dodd-Frank wetgeving die in de VS is ingevoerd na de wereldwijde financiële crisis. Het lijkt er echter vaak op dat we 'de laatste crisis bestrijden' in plaats van vooruit te kijken...

In deze speciale uitgave nodigen we lezers uit om belangrijke lessen te delen die kunnen worden getrokken uit deze extreme gebeurtenissen. Dit zou beleggers moeten helpen om de negatieve effecten van crises op hun beleggingsportefeuille

te voorkomen of in ieder geval te verzachten. We zijn vooral geïnteresseerd in de praktische impact op beslissingen over assetallocatie, portefeuille-opbouw en risicobeheermethoden binnen beleggingsportefeuilles.

Men kan bijvoorbeeld denken aan de volgende onderwerpen:

- Elke crisis is anders... Dus hoe bereid je je voor op de volgende? Welke maatstaven kunnen worden gebruikt om aankomende crises te signaleren? Of moeten we van onze data-verslaving af en ons concentreren op kwalitatief 'out of the box' scenariodenken?
- Welke balansbescherming is optimaal voor institutionele beleggers zoals pensioenfondsen of verzekeringsmaatschappijen? Wat zijn de belangrijkste risico's en welke afdekkingsstrategieën en instrumenten zijn het meest geschikt?
- Welke modellen kunnen worden gebruikt voor het stresstesten van de beleggingsportefeuille?

- Welke lessen kunnen worden getrokken uit *behavioral finance*? Hoe voorkom je dat je in slaap sukkel als alles goed lijkt te gaan? En hoe voorkom je een overreactie in een crisissituatie?
- Welke crisisplannen werken het beste voor investeerders? Welke praktische regels werkten in het verleden (en welke niet...)?
- Hoe moet regelgeving van toezichthouders eruit zien om ons echt te helpen de gevolgen van crises te voorkomen of te verzachten?
- Welke problemen borrelen momenteel onder de oppervlakte, die uiteindelijk kunnen leiden tot de volgende crisis?
- Andere gezichtspunten, voor zover deze een raakvlak met beleggingen hebben, zijn ook welkom.

Via deze call for papers roepen wij geïnteresseerde auteurs op voor 28 februari 2021 contact op te nemen met de redactie (irma.willemsen@cfavba.nl). Het moet daarbij gaan om oorspronkelijk werk dat nog niet elders is gepubliceerd.

# Europa

Op dit moment worden de Europese Unie en haar Monetaire Unie aan verschillende grote krachtenvelden blootgesteld. Zo heeft het Verenigd Koninkrijk op 31 januari 2020 de EU verlaten en is op de valreep van de overgangperiode in 2020 een handelsakkoord gesloten. Tegelijkertijd doet de COVID-19 pandemie nog steeds van zich gelden en staat de EU bloot aan de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China. In dit winternummer van het VBA Journaal staan wij stil bij de impact van deze verschillende krachtenvelden op de financiële markten.

De spits wordt afgebeten door Wilfried Bolt en Joris Schoenmakers met een artikel over de EU-obligaties die zullen worden uitgegeven om het Europese herstellfonds te financieren. Zij bepleiten dat deze EU-obligaties zeer gewilde financiële en maatschappelijke kenmerken hebben voor beleggers en breken een lans om deze obligaties op te nemen in de matchingportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen. Rob van de Wijngaert bespreekt de rol van Europa in de verslechtering van de Chinees-Amerikaanse betrekkingen. Dit is niet alleen kommer en kwel. Hij betoogt dat de EU een sterke troef in handen heeft met haar leidende Europese productstandaarden en de invloed die het daarmee wereldwijd kan hebben. Vooruitkijkend bespreekt hij de drie toekomstscenario's. In zijn column vraagt Frank Dankers, namens de commissie Ethiek, zich af of dit 'Brussel-effect' ook in Ethiek bestaat. In het interview van dit nummer spreken we met Adriaan Schout, Europe en EU expert van Instituut Clingendael en professor aan de Radboud Universiteit, over verschillende grote Europese thema's.

Jeroen Kakebeeke staat stil bij een onderwerp dat veel beleggers en bestuurders al langere tijd bezig houdt: de al geruime tijd achterblijvende rendementen van waarde aandelen. Uit zijn analyses komt naar voren dat de aanhoudende daling van de rente in combinatie met de stijgende winstgevendheid van groeiaandelen een waarschijnlijke verklaring is. Robert Davis staat vanuit een geheel ander perspectief stil bij hetzelfde onderwerp. Hij blikt vooruit en bepleit dat een beleggingsproces voldoende aanpassend vermogen dient te hebben om te voorkomen dat bepaalde stijkenmerken een te grote negatieve bijdrage aan het rendement leveren. Tegelijkertijd benadrukt hij dat de beleggingsfilosofie niet uit het oog verloren mag worden.

Tenslotte ontbreken een bijdrage van onze vaste columnist Bert Bakker en de rubrieken Scriptie en Boekbespreking niet. Bert Bakker heeft een contraire visie op crisisaanpak door de EU, namelijk bij voorkeur géén beleidsharmonisatie. Bob de Leeuw kijkt in zijn scriptiesamenvatting naar het effect van de invoering van de Financial Fair Play richtlijnen op de kapitaalstructuur van Europese voetbalclubs. Tenslotte bespreken Ashutosh Shahi en Patrick Bronger het boek *The Man Who Solved the Market* van Gregory Zuckerman over hedge fund legende Jim Simons.

Wij wensen u veel leesplezier, gezondheid en al het goede in 2021!

*Namens de redactie,*

Dirk Gerritsen  
Jan Jaap Hazenberg  
Gerben de Zwart

# GIPS 2020: major revision of the Global Investment Performance Standards

Op 26 november jl. organiseerde de CFA Society VBA Netherlands commissie Investment Performance Measurement (IPM) het webinar "GIPS 2020: major revision of the Global Investment Performance Standards". Door de coronamaatregelen is dit jaar gekozen voor een webinar in plaats van de gebruikelijke Round Table. De presentaties tijdens dit webinar werden verzorgd door Casper Lötgerink en Ilona van Mechelen, beiden lid van de commissie.

Het webinar begon met een korte toelichting op de IPM commissie. Ook voor de IPM commissie was 2020 door corona een bijzonder jaar. Zo ging het Europese GIPS seminar, dat dit jaar in Amsterdam zou plaatsvinden, niet door. Daarnaast daalde de bezetting binnen de commissie van 9 naar 7 personen.

Vervolgens werd overgegaan op het eigenlijke onderwerp van dit webinar GIPS 2020 en de veranderingen die dit met zich meebrengt voor de Nederlandse markt.

De afgelopen jaren is gewerkt aan nieuwe GIPS standaarden: GIPS 2020. Deze zijn van kracht per 1 januari 2020. Vanaf deze datum dienen input data en berekeningsmethodieken gebaseerd te zijn op de nieuwe standaarden. Het omhelst de eerste grote verandering in de GIPS standaarden sinds 2010. De eerste GIPS rapporten die moeten voldoen aan de nieuwe standaarden zijn de rapporten die performance eindigend op 31 december 2020 bevatten.

De behoefte aan nieuwe standaarden is ingegeven door meerdere redenen:

- Alle guidance statements sinds 2011 te consolideren in één versie
- In de standaarden meer rekening te houden met illiquide beleggingen
- GIPS toegankelijker maken voor asset owners. Zij kunnen onder de nieuwe standaarden nu ook GIPS compliant worden
- Beter om te kunnen gaan met pooled funds en composites

Om GIPS toegankelijker te maken is de structuur veranderd. In plaats van één boek

met alle standaarden zijn er nu drie boekjes met standaarden voor drie verschillende groepen: standaarden voor Firms, standaarden voor Asset owners en standaarden voor Verifiers. Hierdoor kunnen partijen zich focussen op de voor hun relevante standaarden.

Onder de nieuwe standaarden kunnen behalve Firms nu ook asset owners GIPS compliant worden. We gaan eerst in op de impact van de nieuwe standaarden voor Firms. Belangrijkste wijzigingen voor Firms's zijn:

1. GIPS rapporten: onderscheid naar pooled funds en composites
2. Meer focus op de structuur van de portefeuille en minder op asset classes
3. Meer flexibiliteit om money weighted returns te gebruiken
4. Er zijn meer opties mogelijk voor het adverteren van GIPS compliance

GIPS 2020 heeft naast impact op Firms ook impact op asset owners. De term asset owner is een nieuw begrip in GIPS. Het gaat hierbij om fondsachtige constructies waarbij het doel niet zozeer is om commercieel klanten te werven, maar om vanuit de eigen doelstellingen een bepaald rendement te behalen. Denk hierbij onder andere aan pensioenfondsen en verzekeraars. Enkele redenen voor asset owners om GIPS compliant te zijn:

- Aantonen aan zowel toezichhoudende organen als het publiek dat je in compliance bent met de wereldwijde standaarden die gelden voor het berekenen en presenteren van rendementcijfers, gebaseerd op de

principes van fair presentation en volledige disclosure.

- Aantonen dat je aansluiting zoekt bij de best practises voor de waardering van beleggingen.
- Aantonen dat je over robuust beleid en processen beschikt voor de berekening van rendementcijfers.

Aan de deelnemers van het webinar werd de stelling voorgelegd dat het nieuwe pensioenakkoord gaat leiden tot meer vraag naar GIPS door asset owners. Alhoewel de meningen verdeeld waren, was er een meerderheid die denkt dat het nieuwe pensioenakkoord inderdaad tot meer GIPS voor asset owners zal leiden. Als voornaamste reden hiervoor werd aangegeven dat onder het nieuwe pensioenakkoord het belang van de dekkingsgraad wegvalt waardoor het belang van rendementcijfers zal toenemen.

Om als asset owner GIPS compliant te kunnen zijn gelden de volgende voorwaarden:

- Voldoe aan de core principes van GIPS.
- Maak consistent gebruik van input data en methodieken voor de berekening van performance.
- Presenteer (performance) informatie over het gehele fonds aan toezichhoudende organen.
- Stel GIPS Asset Owner rapporten op volgens de GIPS richtlijnen en deel deze met toezichhouders.
- GIPS compliance is alleen mogelijk voor asset owners die niet concurreren voor business. Asset owners die wel concurreren voor business vallen onder GIPS 2020 voor Firms.

De commissie kijkt tevreden terug op dit webinar. De opkomst was voldoende, de evaluatie vanuit de deelnemers was positief en we waren ook tevreden over de interactie. Waarschijnlijk krijgt dit een vervolg in de eerste helft van 2021, en uiteraard hopen we eind 2021 weer een echte Round Table te kunnen houden!

*Stanley van Klaveren*

# Buluitreiking

## Nieuwe RBA'ers en RMFI'ers

Op 27 november jl. studeerde de 19<sup>e</sup> lichte cursisten af aan de Postgraduate VU-VBA opleiding Investment Management. CFA Society VBA Netherlands en de Vrije Universiteit feliciteren de volgende personen van harte met het succesvol afronden van de opleiding.

Naam	Bedrijf
Ch. Sondervan MSc RBA (Chris)	De Nederlandsche Bank
R. van Cadsand (Robbin)	Citibank
J.H. Klein MSc RBA (Jasper)	ABN AMRO Pensioenfonds
M. van Meurs MSc RBA (Mart)	Ortec Finance
D.B.J.N. ten Velde MSc RBA (Dirk)	Auréus
J.E. Zwiers MBA BA MSc RBA (Edwin)	Pensioenstichting Transport
Drs. R. Courtens MSc RBA (Rob)	Coöperatie DELA
B. de Leeuw MSc RBA (Bob)	Brand New Day

Eind dit jaar studeerde de onderstaande studenten af aan de postgraduate masteropleiding Risk Management for Financial Institutions. Met het lidmaatschap van CFA Society VBA Netherlands kunnen de afgestudeerde studenten de titel Risk Manager Financial Institutions (RMFI) gaan voeren en worden zij opgenomen in het door CFA Society VBA Netherlands beheerde Register RMFI. CFA Society VBA Netherlands en de Vrije Universiteit feliciteren de volgende personen van harte met het succesvol afronden van de opleiding.

Naam	Bedrijf
J.P.A.D. Hopmans MSc RBA RMFI (Jan Peter)	Robein
J.W. van Taarling MSc RA RMFI (Jorim)	VIVAT



## In Memoriam

Met verslagenheid bereikte ons het droeve bericht dat

### Han van Lamoen

na een kortstondig ziekbed op 71-jarige leeftijd in december is komen te overlijden.

Han was een coryfee binnen de beleggingen die tijdens zijn werkzame leven veel columns schreef en regelmatig op tv was om met passie zijn visie met het publiek te delen. Han was meer dan 40 jaar een bijzonder gewaardeerd lid en stond binnen de VBA bekend als mister Sweepstake.

Sinds 1979 wist hij de leden te triggeren hun visie voor de meest uiteenlopende beleggingscategorieën te delen voor het komende beleggingsjaar. Dit werd dan met veel verve aan het einde van het jaar getoetst en ludiek gedeeld met de leden voorafgaande aan het jaardiner. Han deelde zijn verfrissende visies vaak onder het genot van een hapje en drankje graag met de leden. Han was een inspirator, klankbord, sparring partner en aimabele levensgenieter. We zullen hem, zijn toewijding en warmte missen.

*Leden van de Programmacommissie*

## AGENDA

11 januari 2021

Skill-based Monday  
Real-Time Resilience



4 februari 2021

Covid 19 – the big reset?  
Appetizer to Annual Dinner



8 maart 2021

Skill-based Monday  
Understanding Personality Types



25 januari 2021

RBA program – Module: Advanced Asset  
Allocation



8 februari 2021

Skill-based Monday  
Growth Mindset and Grit: Why talent is  
overrated



12 april 2021

RBA program – Module: Balance Sheet  
Management



# Veel dank aan onze docenten die het MiFID II Stay Compliant Program 2020

tot zo'n succes hebben gemaakt!

Mary-Ann Mardenborough  
Matthijs Bolkenstein  
Roel Mehlkopf  
Linda Bloemen  
Jens van Egmond  
Alwin Oerlemans  
Jacco Heemskerk  
Jeroen Bos  
Pim Lievense  
Cees-Harm van den Berg



**MiFID II**  
Stay Compliant Program

**Schrijf je nu in**

voor het MiFID II Stay Compliant Program 2021  
via [info@cfavba.nl](mailto:info@cfavba.nl)

# EU bonds, SUREly in your matching portfolio

Joris Schoenmakers en Wilfried Bolt

## INLEIDING

Met het baanbrekende politieke akkoord over het Europese herstellfonds, is een grote speler opgestaan op de markt van veilige (Aaa)-obligaties. De komende vier jaar geeft de Europese Unie (EU) naar verwachting zo'n 850 miljard euro aan nieuwe schuld uit. De EU wordt daarmee direct de grootste uitgever van nieuwe schuld binnen Europa (Goldman Sachs, 2020). In dit artikel breken we een lans voor EU-obligaties als onderdeel van de matchingportefeuille van pensioenfondsen. Wij zien drie redenen waarom EU-obligaties thuishoren in de matchingportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen. Op de eerste plaats kent de uitgever van deze obligaties de hoogste kredietwaardigheid. Op de tweede plaats zijn EU-obligaties een zeer geschikte belegging ten behoeve van de afdekking van langlopende verplichtingen. En tot slot kunnen deze obligaties worden gecategoriseerd als een impactbelegging. Drie zaken die nu, en ook de komende jaren, gewild én niet zo eenvoudig te vinden zijn.

## HET IS ZEER VEILIG PAPIER – EN DAT IS GEWILD

De Europese Unie heeft een Aaa-kredietrating bij alle grote kredietratingbureaus. Enkel Standard & Poor's is conservatiever, en geeft de EU een AA-rating (European Commission, 2020a). Het aanbod aan Aaa-obligaties – "veilige activa" – is in

de eurozone kleiner dan de vraag. Maar hoe veilig is deze EU-asset daadwerkelijk?

## EU – VEILIGE ACTIVA?

De Europese Commissie leent namens de Europese Unie op de kapitaalmarkten<sup>1</sup> (European Commission, 2020b). De koper van dit schuldpapier heeft met andere woorden een directe en onvoorwaardelijke claim op de Europese Unie, en niet op lidstaten van de EU. Waarom heeft de EU nu ineens zoveel geld nodig? De EU zal de komende jaren om twee redenen geld ophalen op de kapitaalmarkten. Ten eerste, om leningen aan lidstaten te verstrekken ter financiering van werkloosheidssteun. Die steun is maximaal 100 miljard euro. Ten tweede, ter financiering van het Europese herstellfonds. Dit bedraagt zo'n 750 miljard euro.<sup>2</sup> Beide steunprogramma's worden op een andere manier vorm gegeven.

Op het moment van schrijven dreigen Polen en Hongarije met een veto tegen de EU-begroting en het herstellfonds, vanwege het door hen gevreesde Europese rechtsstaatmechanisme. Net als Brexit, geeft dit eens te meer aan dat de EU een ingewikkeld politiek project is. Nu wordt een deel van de financiële soevereiniteit aan Brussel overgedragen, en het is maar de vraag of ook alle toekomstige regeringen in de lidstaten daar even

drs. Wilfried Bolt  
Msc, RBA (l)  
Investment manager  
Fixed Income bij PGGM

Joris Schoenmaker  
Msc, CFA (r)  
Investment manager  
Fixed Income bij PGGM



enthousiast over blijven. Hoe comfortabel kunnen beleggers in EU-obligaties deze perikelen gadeslaan?

Bijna 30%<sup>3</sup> van de lidstaten van de EU heeft een kredietrating van Baa of lager, en toch kent de EU een Aaa-kredietrating. Dit riekt wellicht naar de kredietcrisis van 2008. Hoe krijgt de EU dan toch haar Aaa-kredietrating? Kort door de bocht heeft de EU een bevoorrechte claim<sup>4</sup> op haar lidstaten (European Commission, 2020c). Een claim die het kan uitoefenen als het de toegang tot de kapitaalmarkten verliest of haar schuldenaars niet betalen. Anders gesteld zal de EU nooit eerder dan haar lidstaten bankroet gaan. In de praktijk is het beschermingsmechanisme van de kredietkwaliteit ietsje complexer. Hieronder beschrijven we per steunprogramma hoe dit wordt vormgegeven.

### WERKLOOSHEIDSTEUN

De werkloosheidssteun SURE, *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, bestaat uit leningen die de EU verstrekt aan lidstaten. De lidstaten gebruiken deze leningen om werkloosheidssteun te financieren. Eind november 2020 hadden 18 lidstaten al voor 90 miljard euro aan leningen aangevraagd (European Commission, 2020d). Italië, Spanje en Polen zijn hiervan de drie grootste leningnemers. Enkel lidstaten die een hogere rentevergoeding op hun schuld dan de EU moeten betalen, hebben voordeel bij deze leningen.

---

## EEN EU-OBLIGATIE IS GEEN MANDJE OBLIGATIES VAN EU-LIDSTATEN

---

Alle lidstaten van de EU geven een garantie af voor deze leningen. Deze garanties bedragen in totaal 25 miljard euro, oftewel minimaal 25% van het uitgeleende bedrag. De hoogte van de garantie per lidstaat wordt bepaald aan de hand van het aandeel in het Bruto Nationaal Inkomen (BNI) van de EU. Als een lidstaat zijn verplichting naar de EU niet nakomt, kan de EU dus de garanties aanspreken om het verlies op te hoesten. In een hypothetisch Spaans bankroet, leun je als belegger in EU-papier dus nog steeds op de Duitse kredietwaardigheid. De rentelasten van de EU worden gedragen door de leningnemende lidstaten. De EU fungeert in deze als een bank zonder een rentemarge, waarvan het kapitaal bestaat uit garanties.

### EUROPEES HERSTELFONDS

Dit fonds is zonder meer een mijlpaal in de Europese integratiegeschiedenis. Of dit hét ‘Hamiltonian moment’ is voor de EU, daarover zijn de meningen verdeeld en kan alleen de toekomst uitwijzen. Het is de eerste keer dat de EU geld leent op de kapitaalmarkt om gezamenlijke uitgaven te financieren. Eenvoudig zou je denken, maar toch niet. De EU zou de EU niet zijn, als ook dit niet met de nodige creativiteit en complexiteit is vormgegeven.

Het Europese herstellfonds NGEU, *Next Generation EU*, zit verstopt in de EU-begroting. Die EU-begroting – *Multiannual Financial Framework* in Brussels jargon – is het voorwerp van het betere politieke schaakwerk. Deze begroting wordt voor een periode van zeven jaar vastgesteld en bestaat zoals elke begroting uit een uitgaven- en inkomstenkant. Met het Europese herstellfonds is ingestemd om dit budget tijdelijk te verhogen met 750 miljard euro voor de komende zeven jaar (European Council, 2020).

Net iets meer dan de helft van het herstellfonds zullen EU-uitgaven zijn, het andere deel is bestemd voor leningen aan de EU-lidstaten. De EU-uitgaven – EUR 390 miljard – worden nu met leningen gefinancierd. Deze leningen moeten ooit terugbetaald worden, of doorgerold worden. Dat laatste is natuurlijk wat de meeste overheden doen. Het tijdelijke karakter van het herstellfonds zou daarmee wel eens niet zo tijdelijk blijken te zijn.

Het Verdrag betreffende de werking van de EU bepaalt dat de jaarlijkse ontvangsten en uitgaven van de EU-begroting in evenwicht moeten zijn (European Union, 2012). Simpel zou je denken, maar in de praktijk werkt dit net anders. Eerst de ontvangsten. Twee termen zijn hier belangrijk: *own resources ceiling* en *headroom*. Excuses voor het Brussels jargon, maar deze termen bepalen de essentie van de kredietwaardigheid van de EU.

De *own resources ceiling* bepaalt de maximale bijdrage van de EU-lidstaten voor elke begrotingsperiode.<sup>5</sup> Ter financiering van het Europese herstellfonds is overeengekomen<sup>6</sup> om dit inkomstenplafond op te trekken van 1,2% van het BNI naar 2,0%. Van deze ophoging is 0,6%-punt tijdelijk, tot 2058, en expliciet gelinkt aan het herstellfonds. De EU kan deze bijdrage opeisen zonder verdere tussenkomst van een lidstaat. Dit verhoogde inkomstenplafond wordt niet direct gebruikt, maar dient ter ondersteuning van de kredietwaardigheid. De uitgaven van het herstellfonds worden tenslotte gefinancierd met geld dat de EU ophaalt op de kapitaalmarkten. Mocht de EU de toegang tot deze kapitaalmarkten verliezen, kan het dus de lidstaten aanspreken.

Het inkomstenplafond staat niet op zichzelf, maar vormt in combinatie met de *headroom* – buffer – het fundament van de kredietwaardigheid. Deze *headroom* bepaalt dat het inkomstenplafond steeds hoger is dan het uitgavenplafond. Bij de nieuwste begrotingsafspraken werd bepaald dat deze *headroom* zal worden opgehoogd. Van een kleine 0,2% van het BNI van de EU naar ongeveer 0,9% van het BNI. Deze ophoging moet dienen als een extra bescherming voor de schuldeisers van de EU. Schuldeisers hebben zo een zekerheid dat de EU-begroting niet kan ontsporen.

Deze extra marges zouden beleggers, net als kredietbureaus, voorlopig ruim voldoende comfort moeten geven over de kredietwaardigheid van de EU.



## PRIMA AFDEKKINGSKWALITEIT – EN DAT IS GEWILD

Pensioenfondsen investeren in veilige (staats)obligaties met een tweeledig doel. Ten eerste om een deel van de balans in kapitaalvaste instrumenten te beleggen, en ten tweede als een belegging die bijdraagt aan de renteafdekking. Het kapitaalvaste karakter van de EU-obligaties is hiervoor beschreven, de renteafdekkingskwaliteit wordt hierna geduid. Qua uitgifte kan de EU zich meten met de grootste EU-lidstaten, de toekomst zal uitwijzen of ook de liquiditeit hetzelfde zal zijn. We laten liquiditeit verder buiten beschouwing in dit artikel, behalve onze inleiding te herhalen namelijk dat de EU de grootste uitgever van nieuwe schuld zal zijn de komende jaren in de eurozone.

De pensioenverplichtingen worden in Nederland gewaardeerd aan de hand van de euro swapcurve. Nederlandse pensioenfondsen gaan om dit renterisico te dichten dus op zoek naar beleggingen die een waardering hebben die nauw aansluit bij deze swapcurve. Om beleggingen te beoordelen op hun afdekkingskwaliteit wordt in dit artikel een volatiliteitsmaatstaf gepresenteerd voor een obligatie, namelijk de afdekkingsvolatiliteit.

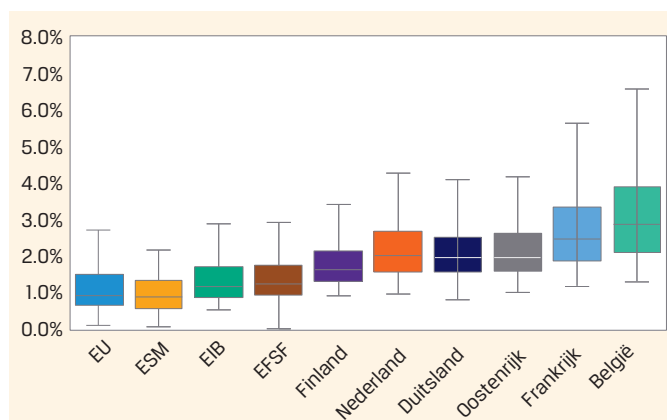
### AFDEKKINGSVOLATILITEIT

Deze afdekkingsvolatiliteit bevat twee elementen: (1) een theoretische contante-waarde-berekening, en (2) de marktprijs. Die marktprijs spreekt voor zich, de contante-waarde-berekening behoeft enige uitleg en is tevens de eerste stap. De contante waarde van iedere obligatie wordt bepaald door de kasstromen van een obligatie te verdisconteren met de euro swapcurve. Een obligatie die exact op de swapcurve geprijsd is, heeft dus een contante waarde die identiek is aan de marktprijs.

In de tweede stap worden deze twee waarderingen met elkaar vergeleken. Het rendement op de contante-waarde-berekening wordt afgetrokken van het rendement op de marktprijs. Long de marktprijs, en short de contante waarde met de swapcurve. Als een obligatie precies op de euro swapcurve zou worden geprijsd, zou het relatieve rendement nul zijn, en zou het een perfecte afdekking zijn. De volatiliteit van dit relatieve prijsrendement wordt vervolgens geannualiseerd, en berekend over een 90-daags rollende periode. Dit is de afdekkingsvolatiliteit. Hoe lager deze afdekkingsvolatiliteit, hoe beter het pensioenfonds haar verplichtingen afdekt.

Figuur 1 laat die afdekkingsvolatiliteit zien voor verschillende uitgevers van schuldpapier. De y-as is de afdekkingsvolatiliteit, zoals hierboven beschreven. De boxplot in de figuur geeft de verdeling van de afdekkingsvolatiliteit weer sinds 2010. De EU als uitgever wordt vergeleken met Nederland, België, Duitsland, Frankrijk, Finland en Oostenrijk, alsook de drie andere Europese uitgevers die gelinkt zijn aan de EU,<sup>7</sup> zijnde ESM, EFSF en EIB. Gegeven de langlopende pensioenverplichtingen die worden afgedekt, zijn slechts obligaties met een looptijd langer dan 5 jaar meegenomen. De afdekkingsvolatiliteit per uitgever is gewogen naar het marktgewicht van elke obligatie per looptijd.

Figuur 1  
Mate van historische volatiliteit om de swapcurve af te dekken



Bron: PGGM

Deze verdeling laat zien dat de waarnemingen van de afdekkingsvolatiliteit van de EU-obligaties en de andere Europese uitgevers duidelijk lager liggen dan die van de overheden, zowel in rustige, normale als volatiele tijden. Driekwart van de tijd kenden de EU-obligaties een afdekkingsvolatiliteit kleiner dan 2%. Slechts bij 3% van de waarnemingen was dit zelfde ook het geval voor de Nederlandse obligaties. Ruim 99% van de tijd had een EU gerelateerde uitgever de laagste afdekkingsvolatiliteit. Minder dan één procent van de tijd kende Nederlandse obligaties de laagste afdekkingsvolatiliteit.

### PORTEFEUILLE-OPTIMALISATIE

Voor de bepaling van een beleggingsbenchmark is bij obligaties de marktomvang vaak leidend. Een voor de hand liggende vraag is of deze marktweiging voor een afdekkingsportefeuille leidend moet zijn. Het aanbod aan Aaa-obligaties is kleiner dan de (pensioenfonds)vraag naar veilige activa, schreven we al hierboven. Deze stelling is niet heel controversieel, maar hieronder volgt een onderbouwing voor deze stelling met een pensioenfondsbriil. Deze onderbouwing volgt aan de hand van een eenvoudige portefeuille optimalisatie.

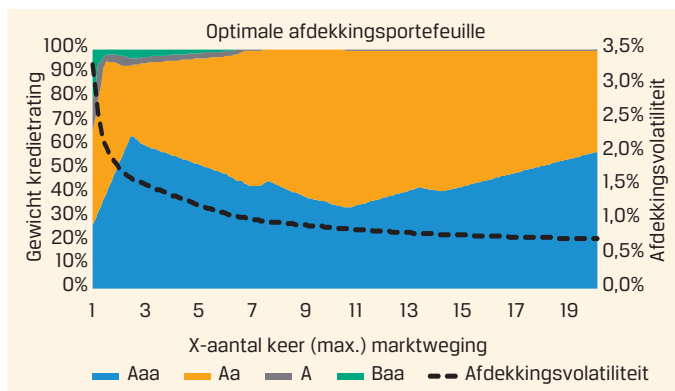
In de optimalisatie wordt een hypothetische portefeuille samengesteld met de laagst mogelijke afdekkingsvolatiliteit. Dit is dezelfde afdekkingsvolatiliteit die in de voorgaande paragraaf is toegelicht. De beperking binnen de optimalisatie is dat het gewicht van elke uitgever in de portefeuille maximaal  $X$ -aantal keer de marktweiging mag zijn. Deze  $X$ -aantal keer de marktweiging wordt gevarieerd, om de wisselwerking tussen marktweiging en afdekkingskwaliteit te laten zien. De weging van elke individuele obligatie van een uitgever blijft marktgewogen. Het universum bestaat uit eurozone-overheden en overheidsgerelateerde emittenten (SSA's) met minimaal een Baa-kredietrating. Wederom worden alleen obligaties met een looptijd langer dan vijf jaar meegenomen. Het doel is om de som van de dagelijkse afdekkingsvolatiliteit van de portefeuille sinds 2010 te minimaliseren.

Het maximaal aantal keer de marktkapitalisatie ( $X$ ) loopt van 1 tot 20 in deze optimalisatie. Zo geeft in figuur 2 de afdekkingsvolatiliteit bij  $X=1$  de afdekkingsvolatiliteit weer van het beschreven beleggingsuniversum. Een grotere afwijking ten

opzichte van de marktweging levert met name in het begin de grootste afname in volatiliteit, op de rechtse verticale as, op. Een toenemende afwijking van de marktweging levert voortdurend minder afname qua volatiliteit op.

Op de linkse verticale as in figuur 2 is deze exercitie vertaald naar het gewicht van de kredietwaardigheid in de optimale matchingportefeuille. In het geval van de grootste afwijking van de marktweging (X=20), en laagste afdekkingsvolatiliteit, bestaat de portefeuille slechts uit Aaa- en Aa-schuldpapier. Een optimale matchingportefeuille bestaat uit circa 50% Aaa-obligaties en 50% AA-obligaties. Voor Aaa-obligaties is dit ruim twee keer de bestaande marktkapitalisatie (X=1). Voor pensioenfondsen is de EU-uitgifte, meer Aaa-obligaties, dus een welkome boodschap.<sup>8</sup>

Figuur 2  
Portefeuille-optimalisatie van afdekkingskwaliteit, naar kredietwaardigheid



Bron: PGGM

### LOOPTIJD

Het laatste argument voor de afdekkingskwaliteit van de EU-obligaties is de looptijd. Nederlandse pensioenfondsen hebben langlopende pensioenbeloftes. De (overheids) obligaties die ze kopen om de rentegevoeligheid van deze beloftes af te dekken, zijn niet even lang. Ondanks dat veel overheden gebruik hebben gemaakt van de lage rente de looptijd van hun obligaties te verlengen. Onderstaande tabel toont aan dat de gemiddelde looptijd van de overheidsobligaties flink korter is dan de gemiddelde looptijd van de pensioenverplichtingen. De gemiddelde looptijd van de pensioenverplichtingen is zo'n 20 tot 25 jaar.

Tabel 1  
Gemiddelde looptijd obligaties (bron: Bloomberg)

Land	Moody's rating	S&P rating	Gewogen gemiddelde looptijd (jaar)
Duitsland	Aaa	AAA	6,8
Nederland	Aaa	AAA	7,4
Frankrijk	Aa2	AA	8,2
België	Aa3	AA-	10,0
Oostenrijk	Aa1	AA+	11,4
EU	Aaa	AA	15,0*

\*huidige gewogen looptijd 10,6 jaar met einddoel SURE van 15 jaar

Tabel 1 laat een interessant verband tussen de gemiddelde looptijd en de kredietwaardigheid van de overheden zien. België en Frankrijk, die een trapje lager op de kredietladder staan, hebben een langere gemiddelde looptijd dan Nederland en Duitsland. In het langere looptijdsegment zijn de minder kredietwaardige landen dus beter vertegenwoordigd. Vanuit het oogpunt van de afdekkingskwaliteit niet direct ideaal voor pensioenfondsen. Figuur 1, de afdekkingsvolatiliteit, toont dit ook aan. De afdekkingsvolatiliteit van langlopende Frans staatsobligaties is bijvoorbeeld dubbel zo hoog<sup>9</sup> als die van EU-obligaties.

### UNIEKE COMBINATIE VAN PRIMA AFDEKKINGSKwaliteit ÉN Lange LOOPTIJDEN

De EU-uitgiftes ter financiering van het SURE-programma zullen gemiddeld 15 jaar zijn. Zelfs de Oostenrijkers met een 100-jarige obligatie hebben gemiddeld een kortere looptijd van hun uitstaande schuld. Kortom, de EU biedt een unieke combinatie van Aaa-kredietkwaliteit én lange looptijden aan. Een combinatie die voor Nederlandse pensioenfondsen lastig elders te vinden is.

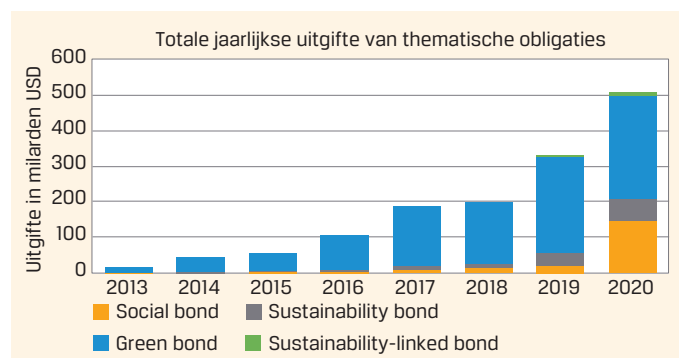
### HET IS EEN IMPACTBELEGGING – EN DAT IS GEWILD

#### DUURZAAM BELEGGINGSBELEID

Nederlandse pensioenfondsen zijn zeer actief met impactbeleggen. Hun primaire fiduciaire plicht is om een voldoende en prudent rendement te behalen op hun beleggingen om daarmee pensioenen uit te kunnen betalen. Daarnaast is de overtuiging van veel pensioenfondsen dat dit hand in hand kan en dient te gaan met niet-financiële doelen. Zo heeft Pensioenfonds Zorg en Welzijn recent de ambitie voor 2025 bekend gemaakt waarin 20% van de beleggingen bijdragen aan de Sustainable Development Goals (SDGs). Dat betekent naar schatting meer dan 50 miljard euro aan investeringen.

Naast private of publieke aandelen, infrastructuur of vastgoed, zijn *green* en *social bonds* de laatste jaren een toenemende bron van investeringen van pensioenfondsen om invulling te geven aan enerzijds financiële doelstellingen en anderzijds duurzame of sociale ambities. De wereldwijde omvang van deze thematische obligatiemarkt is inmiddels gegroeid tot ruim meer dan 1.000 miljard euro. Figuur 3 laat de forse groei zien van deze thematische obligaties tot november 2020. De 100 miljard euro *social bonds* (SURE) en 225 miljard euro *green bonds* (NGEU) zullen de markt voor duurzame obligaties nog eens extra momentum geven de komende jaren.

Figuur 3  
Overzicht uitgiftes green en social bonds



Bron: Bloomberg New Energy Finance (BNEF)

Europa is reeds de leider op het gebied van *green* bondemissies, en voorloper op het gebied van standaardisatie zoals de EU-taxonomie voor duurzame activiteiten en de EU *Green Bond Standard*. Beide verzekeren investeerders er nog meer van dan voorheen dat de opbrengsten van *green bonds* die aan deze standaarden voldoen (zoals EU-obligaties) daadwerkelijk bijdragen aan het bereiken van Europese klimaatdoelen. Tenslotte dienen deze instrumenten ook als een risicomaatstaf: beleggers en uitgevers van *green bonds* hebben zich namelijk uitgebreid verdiept in de effecten van klimaatverandering. Zowel in het effect op de uitgevende instantie als het effect van de activiteiten die worden gefinancierd met de obligatie-emissie.

### SURE SOCIAL BONDS

De oprichting van SURE biedt 100 miljard euro financiële steun aan lidstaten om werkgelegenheid in stand te houden, mits de lidstaten aantonen dat hun uitgaven hiervoor ineens en significant zijn opgelopen. Naast werkgelegenheid zal een deel van de SURE social bond opbrengsten ook worden gebruikt voor gezondheidsgerelateerde uitgaven. Ten opzichte van *green bonds*, vereisen de ICMA<sup>10</sup> *social bond principles* tevens dat er een doelgroep wordt vastgesteld, op wiens welzijn de investeringen een positieve uitwerking zouden moeten hebben. In dit geval betreft dat de gehele EU-populatie die is getroffen door de pandemie. De Commissie is voornemens jaarlijks te rapporteren over de allocatie en impact van het programma, maar is daarbij wel afhankelijk van de input van de lidstaten. Sustainability (2020), aanbieder van duurzaamheidsresearch en de *second-party opinion provider*, levert vooraf al wel een kanttekening: het is namelijk niet uitgesloten dat door het SURE-programma ook werkgelegenheid in stand wordt gehouden in sectoren met een negatieve voetafdruk op klimaatgebied. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de overheidssteun voor KLM of Tata Steel.

*Social bonds* waren lange tijd het ondergeschoven kindje van de thematische obligatiemarkt (figuur 3), maar door de pandemie is het aantal emissies zowel absoluut als relatief flink toegenomen. Op het moment van schrijven is de uitstaande markt aan Europese *social bonds* ongeveer 50 miljard euro en zal door de SURE-programma verdrievoudigen in 2021.

### DE EUROPESE GREEN DEAL

In haar recente *State of the Union* toespraak, maakte commissievoorzitter Von der Leyen (2020) duidelijk dat Europa zijn klimaatambities verder verstevigt. Bovendien stelde ze het doel om 30% van de obligatie-uitgifte van het NGEU-programma als *green bonds* uit te geven en dat 37% van alle NGEU-investeringen, klimaatgerelateerd dient te zijn. De uitgifte van *green bonds* schept de voorwaarde dat zowel voor- als achteraf duidelijk wordt gemaakt door de lidstaten waaraan de opbrengsten zijn besteed én dat dit ten gunste van klimaatinvesteringen zal zijn.

Een extra boost van 225 miljard euro van EU *green bonds*, in lijn met de taxonomie, zal Europa nog meer als prima ballerina op de wereldkaart van duurzame financiering zetten. Met deze bedragen zal het de omvang van groene obligaties door Europese emittenten verdubbelen en *green bonds* met een Aaa-rating zelfs verzesvoudigen!

### CONCLUSIE

Europa maakt de grootste stappen naar verdere integratie ten tijde van crises. Ook in deze Covid-19-pandemie is dit wederom bewezen. Met het gezamenlijk financieren van allereerst de negatieve gevolgen op de werkgelegenheid van deze crisis en vervolgens de wederopbouw, wordt de EU een belangrijke speler op de obligatiemarkt. Met een geschatte uitgifte van 200 miljard euro per jaar de komende jaren zal de EU de grootste uitgever zijn van nieuwe schuld in Europa.

Wij betogen dat deze instrumenten een uitgelezen beleggingskans zijn voor de matchingportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen.

**FINANCIËLE INSTELLINGEN MOETEN IN TOENEMENDE MATE REKENING HOUDEN MET DE RISICO'S DIE GEPAARD GAAN MET KLIMAATVERANDERING EN DE OVERGANG NAAR EEN KLIMAATNEUTRALE ECONOMIE. (BRON: DNB)**

Allereerst zijn voor zowel het SURE als het NGEU-programma diverse steunbalken ingebouwd waardoor de al sterke EU-basis verder is versterkt. Een obligatie uitgegeven door de EU heeft daardoor een betere kredietkwaliteit dan een gewogen mandje aan staatsobligaties van de lidstaten. Moody's heeft de EU-kredietrating al op Aaa staan, en ook S&P heeft de outlook van haar AA-rating na het baanbrekende akkoord over het herstellfonds opgehoogd van neutraal naar positief.

Daarnaast zijn EU-obligaties uitstekende instrumenten om de rentegevoeligheid van pensioenfondsverplichtingen af te dekken. We introduceren de maatstaf 'afdekkingsvolatiliteit' om de effectiviteit als afdekkingsinstrument te meten sinds 2010. De Europese uitgevers scoren hierop betere rapportcijfers

dan andere Europese staatsobligaties. In een portefeuille optimalisatie blijkt tevens dat een mix van Aaa en Aa -instrumenten de laagste volatiliteit in de renteafdekking geeft.

Ook zal de EU de markt voor *green* en *social bonds* aanzienlijk gaan uitbreiden de komende jaren. Naast standaarden, de EU-taxonomie en *Green Bond Standard*, komen er nu ook financiële instrumenten vanuit de EU om de voortrekkersrol van Europa op klimaatgebied verder vorm te geven. Deze obligaties bieden pensioenfondsen de mogelijkheid om tegelijkertijd zowel financiële doelen als maatschappelijke ambities te bereiken. Tot slot is er vanuit toezichhouders toenemende druk op financiële instellingen om de effecten van klimaatverandering op de portefeuille inzichtelijk te maken en dienen pensioenfondsen aan hun deelnemers duidelijk te maken hoeveel van de pensioeninvesteringen positief bijdragen aan het aanpakken van klimaatverandering.

Daarom dus: EU bonds, SUREly in your matching portfolio!

## Literatuur

- European Commission, 2020a, The EU's credit rating. Opgehaald van [https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower/eus-credit-rating\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower/eus-credit-rating_en)
- European Commission, 2020b, How does the EU finance its financial assistance? Opgehaald van [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/how-does-eu-finance-its-financial-assistance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/how-does-eu-finance-its-financial-assistance_en)
- European Commission, 2020c, EU Investor Presentation. Opgehaald van [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/about\\_the\\_european\\_commission/eu\\_budget/eu\\_en\\_10-2020.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/about_the_european_commission/eu_budget/eu_en_10-2020.pdf)
- European Commission, 2020d, SURE. Opgehaald van [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en)
- European Council, 2020, A recovery plan for Europe. Opgehaald van <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/eu-recovery-plan/>
- European Union, 2012, Geconsolideerde versie van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Opgehaald van <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>
- Goldman Sachs, 2020, Supply Outlook for Eurogovies
- Leyen, U. von der, 2020, State of the Union Address by President von der Leyen at the European Parliament Plenary. Opgehaald van [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/SPEECH\\_20\\_1655](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/SPEECH_20_1655)
- Sustainalytics, 2020, Second-Party Opinion EU SURE Social Bond Framework. Opgehaald van [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/about\\_the\\_european\\_commission/eu\\_budget/second\\_party\\_opinion\\_by\\_sustainalytics\\_on\\_the\\_framework.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/about_the_european_commission/eu_budget/second_party_opinion_by_sustainalytics_on_the_framework.pdf)

## Noten

- 1 Om dit niet nodeloos complex te maken, hebben we een abstractie gemaakt van het feit dat de EU als schulduitgevende instelling uit twee juridische entiteiten bestaat: de EU, en de Europese Gemeenschap voor Atoomenergie (Euratom). Informatie is terug te vinden in de Base Prospectus of Debt Issuance Programme van de EU en Euratom. SURE en NGEU-wetgeving geven de EC de machtiging om namens EU op de kapitaalmarkten op te treden.
- 2 Dit is een maximaal bedrag, afhankelijk van voldoende bestedingsprojecten en uitgerukt in 2018-prijzen.
- 3 Gemeten op basis van BBP en volgens de kredietrating van Moody's.
- 4 De meest recente investor presentation vermeldt deze bevoorrechte kredietstatus niet meer. De oudere investor prestations spraken van een de facto bevoorrechte status. Ook de Europese Investeringsbank, en het Europese Stabiliteitsmechanisme zijn verondersteld bevoorrechte schuldeiser te zijn.
- 5 Own resources ceiling bepaalt het inkomstenplafond van de EU. In de praktijk heeft de EU maar één flexibele inkomstenbron, de bijdrage van de lidstaten. Het ophogen van het inkomstenplafond resulteert bijgevolg in het ophogen van de bijdragen van de EU-lidstaten
- 6 Op het moment van schrijven moet de Europese Raad dit nog goedkeuren, alsook de nationale parlementen afhankelijk van de wetgevende situatie in elk land.
- 7 ESM is het Europese stabiliteitsmechanisme, en is het permanente steunorgaan van de eurozone. ESM verstrekt leningen aan lidstaten van de eurozone in moeilijkheden. EFSF is de voorloper hiervan, en verstrekt geen nieuwe leningen meer. EIB is de Europese Investeringsbank, waarvan alle EU-lidstaten aandeelhouder zijn.
- 8 Een kleine kanttekening over de grootte van de uitgifte en de historische marktbevingen. Het argument is snel gemaakt dat de nieuwe EU-uitgifte ongekend groot is, en daardoor de historische afdekkingskwaliteit misschien niet representatief is. Die opmerking onderschrijven we. De exercitie laat zien dat de obligaties met de beste kredietrating ook de beste afdekking blijken te zien. We besluiten daarom dat EU door zijn kredietrating altijd zijn plaats kent in een afdekkingsportefeuille, ook al zou de afdekkingskwaliteit in de toekomst minder zijn dan de voorbije tien jaar. Die was dan ook ongekend goed.
- 9 Mediaan van de Franse afdekkingsvolatiliteit sinds 2010 is ruim twee keer zo hoog als die van de EU.
- 10 ICMA staat voor International Capital Market Association en is een belangenorganisatie voor circa 600 leden in de kapitaalmarkten. ICMA is tevens de grondlegger van de *green* en *social bond principles*.

# 'Beleidsharmonisatie? Beleidsconcurrentie? Nee: 'horses for courses'!

Wat een mazzel, dacht ik begin dit jaar, dat de EU nog niet volledig was gelijkgeschakeld bij de aanpak van zo'n probleem als de corona-pandemie. Ja, ik voel aan m'n water dat dit niet is wat 'weldenkende mensen' horen te vinden – opgevoed als we zijn om te denken dat samenwerken beter is dan solistisch optreden, en dat eendracht macht maakt. Maar lees even verder mee voor u mijn gedachte achteloos op de FvD-hoop gooit.

Ik zag in het ontbreken van EU-coördinatie in dit geval een gouden kans om te kunnen volgen hoe al die Europese regeringen hun eigen taxatie maakten van het probleem, en vervolgens hun eigen beleid uitstippelden. Wanneer een fenomeen zo nieuw is als die coronapandemie – althans op deze schaal – dan is het een pré om meerdere benaderingen te kunnen testen. Niemand kon voorjaar 2020 claimen de wijsheid in pacht te hebben. Een EU beleidseenheidsworst zou het onmogelijk hebben gemaakt om te zoeken naar een *best practice*. Mijn gedachte was geen uiting van een anti-EU sentiment, maar van de wens een probleem eerst goed in kaart te brengen en pas dan beleid te bepalen.

Ik ben razend benieuwd naar wat we over twee jaar weten: zal de benadering van het zwaar bekritiseerde Zweden, die boogde met relatief relaxte omgangsvormen kool en geit te sparen, lees volksgezondheid en economie, toch het best uitgepakt hebben? Of juist die van Frankrijk, waar een president bij decreet beslist dat het sociale leven maanden aaneen stil gelegd moest worden? Of iets er tussenin, zoals het (zoekende) beleid van Nederland?

Overigens: als je zo redeneert, ligt het voor de hand dat je, een probleem eenmaal doorgrond, wél een uniforme aanpak kunt lanceren: dus een vast protocol. En ongetwijfeld liggen de schetsen daarvoor in Brussel al klaar.

Inderdaad, maar ik zie, zodra de diverse landen eenmaal hun corona-balans hebben opgemaakt, wel een gevaar van te snel



conclusies trekken. Want toen het virus in Europa aankwam, vond het daar geen 'level playing field'. De intensiteit van de contacten tussen mensen lopen per regio immers sterk uiteen. In fysieke zin houden mensen in Scandinavië altijd al meer afstand dan in Spanje en Italië. Het is er dunbevolkt, en er zijn meer 1-persoons huishoudens dan in Zuid-Europa. Social distancing wás daar al de norm. Kun je het effect van beleid dan wel goed analyseren?

Komt nog bij dat mensen in verschillende regio's heel uiteenlopend omgaan met uitgevaardigde gedragsrichtlijnen. In Zweden en Nederland spreken regeringen de mensen aan op hun persoonlijke verantwoordelijkheid. De Franse en de

Spaanse overheid doen dat niet; die maken gewoon bekend wat er niet meer mag, en beginnen met handhaven. Achter de voordeur, waar geen toezicht is, gaan mensen toch hun eigen gang. Dus hoera voor de strakke aanpak. Nederlanders en Zweden houden zich misschien minder aan de letter van de wet, maar wellicht vaker aan de geest erachter.

Kortom: ik zie nu al de politieke ruzies voor me als straks blijkt dat volgens bepaalde tellingen de Franse aanpak superieur bleek. Dan zullen de Fransen eisen dat heel de EU zijn beleid moet modelleren naar de Franse aanpak. Maar zullen Nederlanders en Zweden, of zelfs die brave, gezagsgetrouwe Duitsers, slikken dat de methode-Macron in heel Europa wordt uitgerold? Ik voorzie, als er iets aan te merken valt op de eenduidigheid van de corona-lessen, enorme, langs landsgrenzen lopende clashes.

En daarmee zitten we weer volop in de bekende EU thematiek van: waarom en wanneer beleidsharmonisatie? Misschien moest voor de EU een les uit de pandemie zijn: als de oorzaken van een probleem omstreden zijn, streef niet naar beleidsharmonisatie. Probeer altijd: 'horses for courses'. En straks met Brexit achter de rug natuurlijk: chevaux pour courses, Pferde für Kurse.

*Bert Bakker*

Freelance financieel-economisch journalist en publicist

# The underperformance of Value vs. Growth stocks explained

Jeroen Kakebeke<sup>1</sup>

## INTRODUCTION

Value investing in equity is a popular way to gain outperformance. Once popularised by Benjamin Graham and currently a firm building block of *smart beta* strategies, the idea is to reap the Value factor premium by investing in cheap companies with low valuation ratios per share (Book Value, Free Cash Flow, Earnings, Sales). Academic research and asset managers have shown that this approach has historically led to better returns than Growth stocks and the Market index. But not for the last 13 years! (Figure 1).

---

## QUANT & FUNDAMENTAL ANALYSIS EXPLAIN THE OUTPERFORMANCE OF GROWTH

---

The 13 year underperformance of Value is troublesome for Value managers and painful for their clients. Equity managers emphasise how rare this streak of underperformance is. Based

on historical data, the chance is less than 5% if you run a Monte Carlo simulation. Quant managers tend to offer no other explanation than ‘the market has become irrational’. That is unsatisfactory; this mystery requires a cross examination of both views.

The research starts with a description of the Value premium and the historical drivers of outperformance. The period of underperformance is subsequently examined. Quant analysis explains the outperformance of Growth stocks by their improved profitability over Value, whilst fundamental analysis explains that Growth stocks benefitted most from the declining interest rates due to their long duration cash flows.

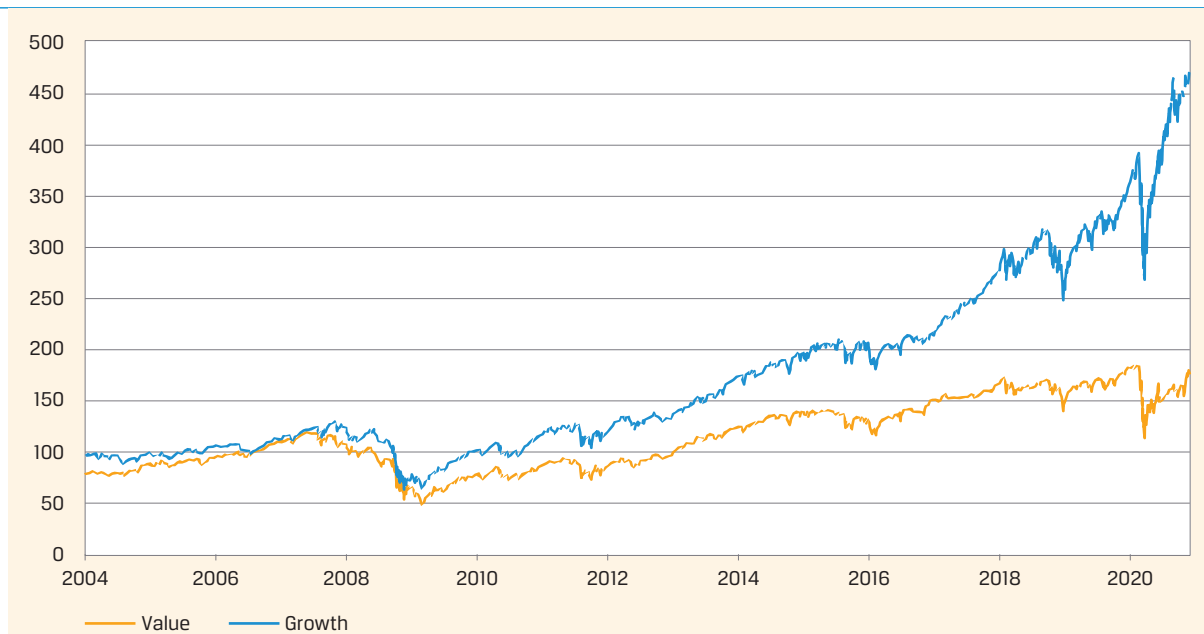
## THE VALUE PREMIUM

The Fama & French (F&F) publication in 1992 provided global and long-term evidence for the Value and Size factors. They sorted equity universes on cheapness and ranked the 30% cheapest bucket *Value*, the 40% middle as Market and the 30% most expensive bucket *Growth*. Value did outperform Growth, on average by 4% annually. Thus, Value became a factor with a premium.

drs Jeroen Kakebeke  
RBA  
Investment Risk  
Manager at PGGM



Figure 1  
Cumulative  
Performance  
Russell 1000 indices



Source: Bloomberg

There are two valid academic interpretations for Value’s outperformance. The *behavioural side* says that investors as a group overestimate recent profitability. The financial market is too pessimistic for Value stocks and too optimistic for Growth stocks, whereas in reality their profitability reverts to the mean. The *efficient market proponents* point to a rationale in cheaper priced Value stocks. These stocks are riskier and should be compensated with higher return. Riskier with cyclical revenue, leverage, more fixed assets, more competition and a higher equity beta. Both explanations reason that Value is out of favour among investors.

F&F break down the 4% outperformance of Value versus Growth into a direct *Dividend* source and three indirect sources of *Capital Gain*. F&F updated their findings in 2006, with data starting from 1927. First, dividend was annually 1.3% higher for the Value bucket, contributing to 1/3 of the outperformance versus Growth stocks. The other 2/3 outperformance is in Capital Gain:

- 2a. Relative growth in book equity due to profitability (retained earnings). Growth stocks have on average 7% higher growth, a disadvantage for Value.
- 2b. Converging valuation ratios due to mean reverting profitability. This is also called migration, an average 11% benefit when Value stocks promote out of the low PE bucket to Market or Growth.
- 2c. Drift in valuation ratios, or revaluation of the whole style bucket. For the Value and Growth styles, the long term PE drift was the same. On average zero difference.

### INVESTIGATING THE 2007 – 2020 UNDERPERFORMANCE

Performance attribution helps to empirically pinpoint the four F&F sources of return one by one. Ideally, combined with an economic explanation. The underperformance from 2007-2020 is the longest drawdown of the Value factor. For this

investigation, these 13 years make a good long horizon, which minimises short-term noise. Copeland et al. (2000) says: ‘Over horizons of at least 15 years, total returns to shareholders will be linked to earnings because earnings growth will track cash flow and returns to capital.’

Asset managers deliver lots of data, but their results are not always comparable due to different benchmarks or portfolio construction models. Ultimately, some useful *Value minus Growth* historical information was distilled for the US market. F&F data are compared with findings of Research Affiliates, pre and post 2007:

Table 1

Value-Growth	FF	RA	RA	MSCI indices
annual %	1927-2006	1963-2006	2007-2020	2020-2022E
1. Dividend	1.3	1.3	1.3	2.1
2. Capital Gain				
2a. Profitability	-7	-13	-16	-16
2b. Migration	11	19	17	n/a
2c. Revaluation	0	0	-6.6	n/a
<b>Total Value-Growth</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>-4</b>	

Sources: Fama & French, Research Affiliates, MSCI US Value & Growth indices

The first three components are structural. They have a known sign, historically and by definition. 1. *dividend* (+) of the Value bucket will be larger than the dividend of the Growth bucket 2a. *profitability* (-) is much larger for Growth. 2b. *migration* (+) the converging PE ratios are always beneficial for the Value bucket. The cyclical component 2c. *revaluation* is long term zero but deviates in the short term.

The balance of these structural components was often in favour of Value stocks, but not during the last 13 years. Growth outperformance over 2007-2020 versus Value outperformance over 1963-2006 is explained by: improved Profitability of Growth over Value, less Migration of Value, and Revaluation in favour of Growth. More about these three effects below.

## 2A. PROFITABILITY

Quant research from Arnott et al. (p.26) brings additional data in scope regarding profitability.

Table 2

United States Jul 1963 – Mar 2020	Return on Equity		Sales Growth	
	Pre-2007	Post-2007	Pre-2007	Post-2007
Growth	17%	16%	14%	8%
Value	6%	4%	6%	2%
Value-Growth	-11%	-12%	-8%	-6%
<b>Growth/Value</b>	<b>3x</b>	<b>4x</b>	<b>2.5x</b>	<b>4x</b>

Source: Research Affiliates, using data from CRSP/Compustat

The economy over the period of 2007-2020 is characterised by *secular stagnation*, a lower GDP growth and lower interest rates than in the preceding decades. Regarding listed US companies, it translated into lower RoE and lower Sales Growth. For RoE, Growth stocks were 3 times more profitable pre-2007 than Value, rising to 4 times post-2007 (see bold in the table). For Sales Growth, the ratio has grown from 2.5 times pre-2007 to 4 times post-2007.

## 2B. MIGRATION

The largest component of Value's outperformance has been migration. A promotion to the Market or Growth bucket is an indirect reward of improving profitability. However, in an environment of secular stagnation, Value stocks are more likely to remain in their bucket. Post-2007, many defaults were only averted because of ultra-low interest rates by the Central Bank. Creative destruction has been delayed, some Value companies have become *eternal Value* or *Zombie* companies. Another reason

why migration is slowing is due to several Big Tech companies. These monopolistic Growth stocks have made it harder for new, smaller companies to gain market share. Finally, Asness et al. (2020) point to more stable valuations, partly driven by market participants' increased sophistication, narrowing the relative valuations of most stocks. These three aspects make a smaller migration effect probable.

## 2C. REVALUATION

Over a short horizon, the PE drift of Growth and Value buckets is driven by investor trends or preferences. In particular, the multi-year Internet hype stands out. Eventually the market corrects and the revaluation effect is expected to be zero for the long term. However, over the past 13 years, this effect was *annually* -6.6%, leading to underperformance of Value.

Growth stocks benefitted from better profitability (and quality) by rising investor demand (rising PE ratio), an indirect positive revaluation, while the opposite applies to Value stocks. They are riskier in secular stagnation and faced falling demand (falling PE ratio).

### GROWTH STOCKS HAD IMPROVED PROFITABILITY OVER VALUE

Revaluation is directly linked to interest rates. Growth has a higher interest rate sensitivity than Value, because of the longer duration cash flows of Growth stocks. Fundamental analysis uses Discounted Cash Flow (DCF) modelling in pursuit of the intrinsic value of securities. This is a strong theoretical and practical model. Copeland et al. say: 'DCF valuations are highly sensitive to small changes in assumptions about the future. The sensitivity is also highest when interest rates are low'. Although interest rates are in decline for several decades, a DCF sensitivity is especially relevant with current record low interest rates.

Table 3  
Theoretical PE ratios in relation to Risk Free interest rate, the 10-year US treasury yield

Rf**%	PE Ratios		
	Value	Market	Growth
7.8	8.4	10.1	12.2
6.8	9.2	11.1	13.5
5.8	10.0	12.2	15.1
4.8	11.1	13.7	17.2
3.8	12.5	15.6	20.0
2.8	14.2	18.2	23.9
1.8	16.6	21.7	29.6
0.8	20	27	39
**	18	26.5	42

\* Risk Free: 4.8% on 1/1/2007; 3.8% on 1/1/2010; 2.8% on 1/1/2012; 1.8% on 1/1/2020; 0.8 today.  
\*\* MSCI US Value, Market and Growth indices on 31 July 2020. To compare theory with reality.

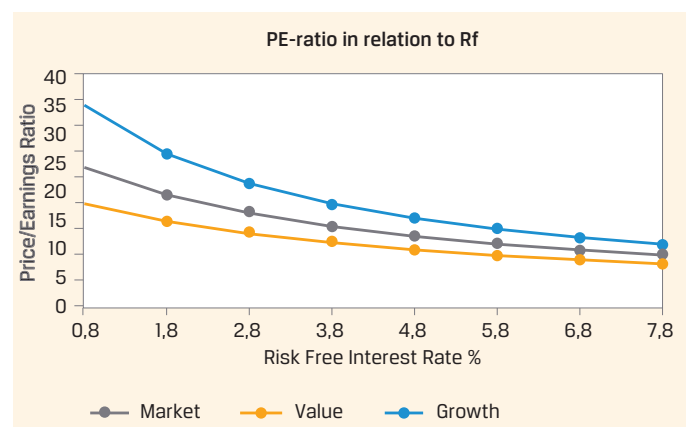
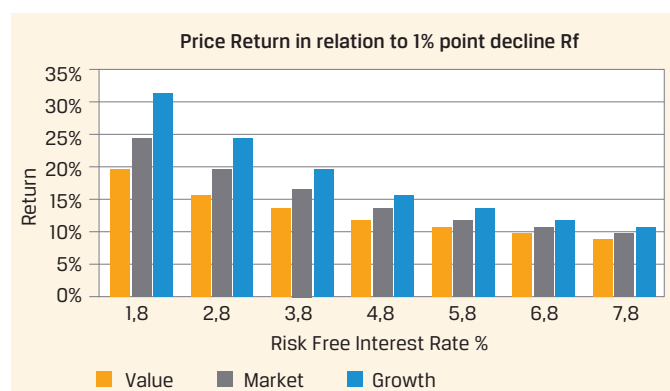




Table 4  
Price return in relation to 1% decline of Risk Free interest rate

Rf from – to %	Revaluation-effect After 1% decline Rf		
	Value	Market	Growth
7.8-6.8	9%	10%	11%
6.8-5.8	10%	11%	12%
5.8-4.8	11%	12%	14%
4.8-3.8	12%	14%	16%
3.8-2.8	14%	17%	20%
2.8-1.8	16%	20%	25%
1.8-0.8	20%	25%	32%



To learn about interest rate sensitivity and resulting changes in PE multiples, I made standard DCF calculations with three hypothetical stocks: Value, Market and Growth. They differ only in growth estimates of free cash flow, ranging between 0% and 6%. The Equity Risk Premium is 5%, the Credit Spread is 1%, the Tax Rate is 25%. The DCF results are an illustration of relative PE multiples given the interest rate (change). They are roughly in line with observed markets. See the current MSCI US indices and in the eighties when the market PE rose above 10 on the back of lower interest rates.

more than a dozen well-known asset managers have pointed at the lower interest rate in a DCF context for Value’s underperformance.

### GROWTH STOCKS BENEFITTED MOST FROM DECLINING INTEREST RATES

Interest rate sensitivity is clearly visible; higher PE multiples result from lower rates and the effect is accelerating. A new insight is how the PE sensitivities differ in Value, Market and Growth buckets. Price returns are deducted from these revaluation effects.

AQR’s Maloney and Moskowitz (M&M) performed statistical analysis on US equity returns and 10-year yield changes. When the interest rate is low, there is a significant and economically meaningful correlation in a change of interest rate. Especially over the horizon 2017-2020, t-statistics jump significantly. They confirm strong causality on Value-minus-Growth buckets. When interest rates declined to the lowest level ever, Growth did outperform meaningful.

Interest rate sensitivity is visible again and naturally accelerating with lower rates. When risk-free rates decline from 7.8 to 6.8%, the price return *ceteris paribus* for Market is 10%. US risk free rate declined pre- and post-Corona from 1.8 to 0.8%, lifting the theoretical PE ratio of the Market by a whopping 25% to 27x.

One could argue that the risk-free interest rate is artificially low, caused by Central Bank intervention and not determined by a free market. Is it fair to calculate with such a low rate then? Yes, currently it is the observed and traded interest rate. The reality is that Central Banks will keep rates *lower for longer*. It is the *new normal*, it is part of *secular stagnation*. Central Banks will help their hefty indebted US and European governments with low risk free interest rates and buying government debt with freshly printed money. When inflation rises, debt becomes more sustainable. Thus, Central Banks will not suppress inflation immediately. On 27 August, Jerome Powell confirmed this with a new inflation target of symmetric bandwidths around 2%.

For every interest rate, the revaluation effect is stronger for Growth than Market, and less for Value than Market. This is directly linked to cash flow duration. Growth stocks’ free cash flows are further in the future, implying they have higher duration. Thus, the Growth bucket benefits (much) more than the Value bucket from falling risk free interest rates. Over the period 2007 to March 2020, the risk free interest rate declined from 4.8 to 0.8%. This 4% fall has attributed annually 3.8% to Growth outperformance versus Value. And more recently, more impressive: the revaluation effect pre- and post-coronavirus of 1% interest rate decline is a 12% return advantage for Growth versus Value stocks in just a few months!

### ATTRIBUTION

The findings of quant information and the additional DCF-insights explain the Value-minus-Growth performance. Within the framework of Fama & French, both point to an average annual 11.6% difference in return, when comparing the period before 2007 and the period thereafter. In column two and three, Research Affiliates (RA) measured the Value-minus-Growth performance. In column four and five, DCF attributes the changes in a direct and indirect effect.

The long-term causality between interest rates and equity valuation is generally known. Since 1960, lower bond yields explain lower *earnings yields*. Because earnings yield is the inverse of a PE-ratio, we can also say that lower bond yields explain higher PE ratios. Never before was the sensitivity to interest rates so high, because interest rates are so low. Recently,

Table 5

US Value – Growth annual %	RA		Change: post – pre2007	
	1963-2006	2007-2020	Direct	Indirect
1. Dividend	1.3	1.3	0	
2. Capital Gain				
2a. Profitability	-13	-16	-3	-2
2b. Migration	19	17		
2c. Revaluation	0	-6.6	-3.8	-2.8
<b>Total Value – Growth</b>	<b>7.3</b>	<b>-4.3</b>	<b>-6.8</b>	<b>-4.8</b>
Differences		<b>-11.6</b>		<b>-11.6</b>

Source: Research Affiliates (p.16) and JK

The total outperformance of Value vs Growth is 7.3% pre-2007, turning into 4.3% underperformance post-2007. This negative difference in return of 11.6% annually is exactly explained in the ‘Change’ columns. The direct effect of improved Profitability is -3%, while the indirect effects are -2% on Migration and -2.8% on Revaluation. The direct effect of interest rate decline is -3.8% on Revaluation, again in favour of Growth (this was earlier explained via table 4).

**VALUE IN JAPAN**

In Japan, the equity performance is less (distinct) than in the US. But the striking rise of equity in general, and Growth stocks specifically, since 2019 is visible. At that time, the 10-year Japanese government bond yield became more negative than ever before.

**OUTLOOK FOR VALUE**

The difference in Price/Book of US Growth versus Value is on average 5.4. In the eighties, with high interest rates, high inflation, weak economic growth, the spread was lowest at 4. Remarkably, the figure was also low at the end of 2006. Value seemed expensive and/or Growth cheap. Ironically, the

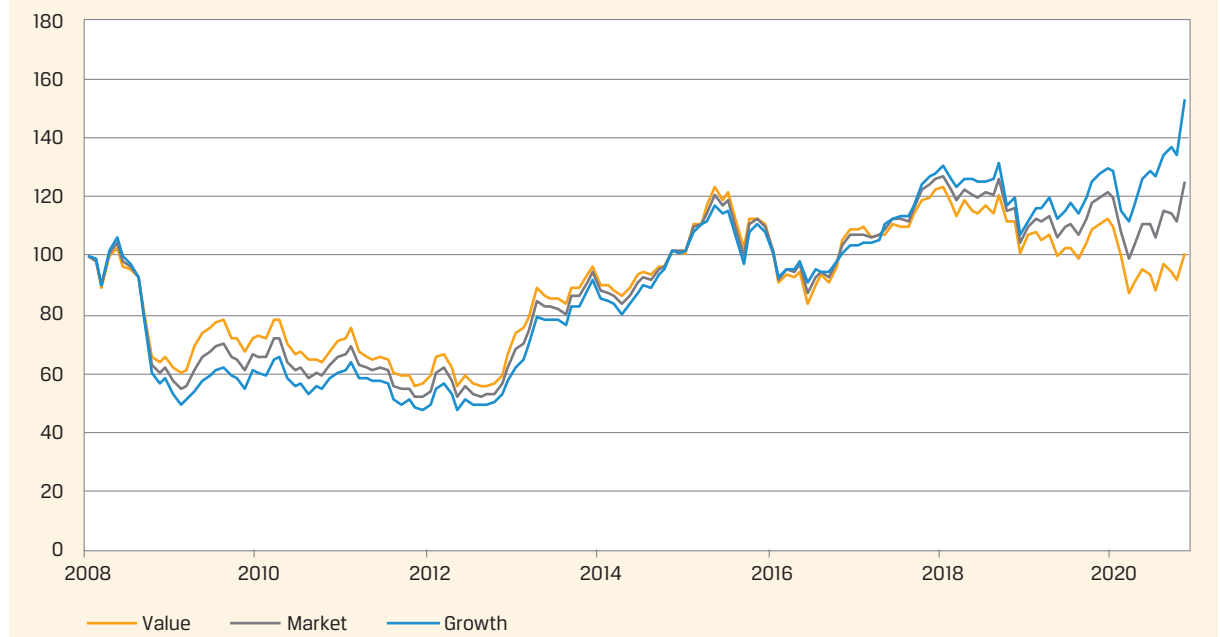
publication of the Value factor by F&F in 2006 coincides with the start of Value’s underperformance versus Growth stocks.

Today, with a low interest rate, low inflation and decent profit growth, the Price/Book spread is highest at 10. The spread will probably come down automatically when new estimates are fed into the consensus figures. ‘Price’ has immediately adapted in the COVID-19 crisis, whereas ‘Book Value’ is a lagging indicator. On average, Growth stocks will increase their Book Value, Sales and Earnings. In particular, tech is *Labor Light and Asset Light* without machinery, factories or inventories. So, they are very flexible in terms of adapting, which is a great advantage, particularly in a crisis. The Value stocks will on average report declines, driven by the sectors Energy, Financials, Real Estate and by industries like Airline, Entertainment and Hotels. However, the spread probably remains elevated, pointing to an attractive entry point for Value.

That is even after correcting for incomplete treatment of ‘intangibles’, assets that are not physical in nature and that are hard to define or measure. The traditional Price/Book ratio has difficulties capturing real asset growth because intangibles become much more important in an increasingly service-based economy. In a few decades, intangibles have evolved from a supporting asset into a major consideration for investors. Last year, they made up the majority of all enterprise value on the S&P 500. The FAMAG shares particularly stand out: Facebook, Amazon, Microsoft, Apple and Google.

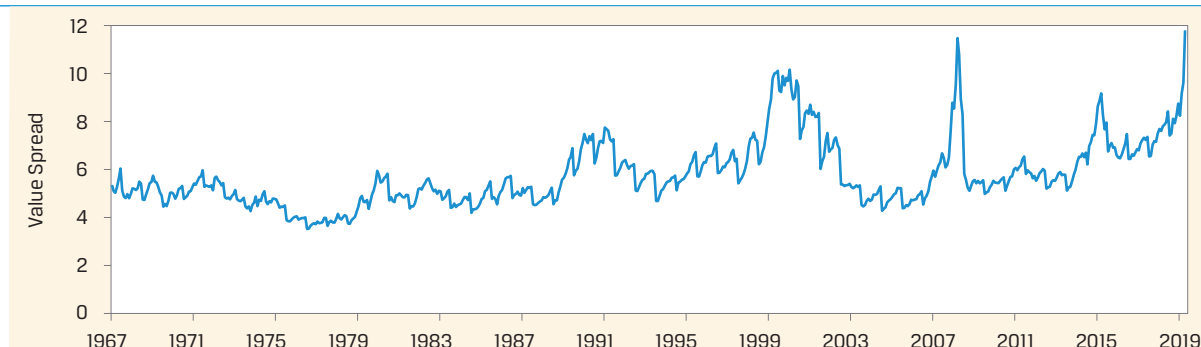
Investors agree that more transparency would be beneficial to their assessment of intangible assets. In the absence of robust reporting, fundamental analysts are well equipped to understand intangible asset values due to their access to management, relationships with key opinion leaders and deep industry expertise. Quant managers had to redesign Price/

Figure 2  
MSCI Japan indices



Source: Bloomberg

Figure 3  
Price-to-Book Spread,  
Academic Style  
December 31, 1967 –  
March 31, 2020



Source: AQR, CRSP, XPressFeed. Please see Appendix for more detail on data and assumptions. For illustrative purposes only and not representative of any portfolio that AQR currently manages. Hypothetical data has inherent limitations, some of which are disclosed in the Appendix.

Book value metrics to capture intangibles as part of a company's capital.

## CONCLUSIONS

Quant and fundamental research are complementary and this combination leads to new insights. The outperformance of Growth versus Value over the last 13+ years is exceptional. Firstly, quant data showed the improved profitability of Growth over Value stocks. Secondly, DCF-analysis explains that Growth stocks benefitted most from the decline in risk-free interest rates.

On Price/Book and other Value Factors, Growth is expensive versus long-term averages. The idea of mean reversion is attractive. However, Price/Book and other quant measures can be improved to approximate the value of equity, especially of Growth stocks. The migration effect will probably be smaller going forward. Besides, for Value to outperform Growth it is important that risk-free interest rates do not decline further.

Longer term we can restrain COVID-19 and will develop our economies in a sustainable way. Say 2% GDP growth and

2% inflation. A risk free debtor like the US government has to compensate investors only for inflation. Consequently, US 10-year interest rates will slowly rise to 2%. Combined with decent company profits, there is upside in Value stocks and the Value Factor.

## References

- Arnott, R.C., 2020, Reports of value's death may be greatly exaggerated. Research Affiliates
- Asness, C., May 2020, Is (Systematic) Value Investing Dead? AQR
- Copeland, T., et al., 2000, Measuring and managing the value of companies. Wiley
- Fama, E.F. and K.R. French, 2007, The Anatomy of Value and Growth Stock Returns. Financial Analysts Journal, Volume 63, Issue 6, p. 44-54.
- Ilmanen, A., 2011, Expected returns. An investor's guide to harvesting market rewards. Wiley
- Maloney T. and T. J. Moskowitz, May 2020, Value and Interest Rates: Are Rates to Blame for Value's Torments? AQR

## Note

- 1 The views expressed in this paper are his own. The author thanks Kiemthin Tjong Tjin Joe for his valuable ideas and the VBA Journaal for useful remarks.

# A Value Manager's Perspective: How Adaptiveness Helped Us Survive the Value Bear

Robert Davis

## SUMMARY

There are signs of changing fortunes for the Value Investing philosophy, but the first precondition for Value managers to benefit is to have survived the style's thirteen-year bear market. Fortunately the last decade has seen step changes in the tools available to investors to both better understand the portfolio risks being taken as well as improve investment processes to mitigate the headwinds. This article is intended as a 'practitioner's guide' to the practical steps our team of has taken to achieve this, creating a fund with meaningful Value factor exposure that has also outperformed its core MSCI benchmark.

We will discuss three steps: i) using behavioural analytics to understand our human biases, ii) using risk analytics to fine-tune factor exposures to avoid unintended bets, and iii) managing the impact of various ESG risk factors that are often correlated with Value, for example in the energy or financials sectors.

Together, these have done much to mitigate the style-factor headwinds for the fund and, should we be on the cusp of a major cycle change, could provide useful ideas for Growth managers unaccustomed to sailing into the wind.

### Robert Davis

Senior Portfolio Manager, European Dividend Strategies, European Equity Team, NN Investment Partners



## INCORPORATING ADAPTIVENESS IN A STYLE-DRIVEN INVESTMENT PROCESS

An important observation of Value / Growth cycles is that they can be very long term indeed. In fact we count only four since the mid-1970's, with the longest being the Value cycle that started in 1975 and lasted almost two decades (see Figure 1). In each case a turn has required a major catalyst, large enough to change monetary, fiscal or foreign exchange policies and require investors to fundamentally rethink the key inputs for equity valuation. An example is the last cycle change in 2008 towards Growth where the global response to the unfolding financial crisis was a huge and creative expansion of central bank balance sheets. With interest rates going to zero or below and inflation expectations cratering the conditions were put in place for outperformance of long-duration equities – Growth stocks.

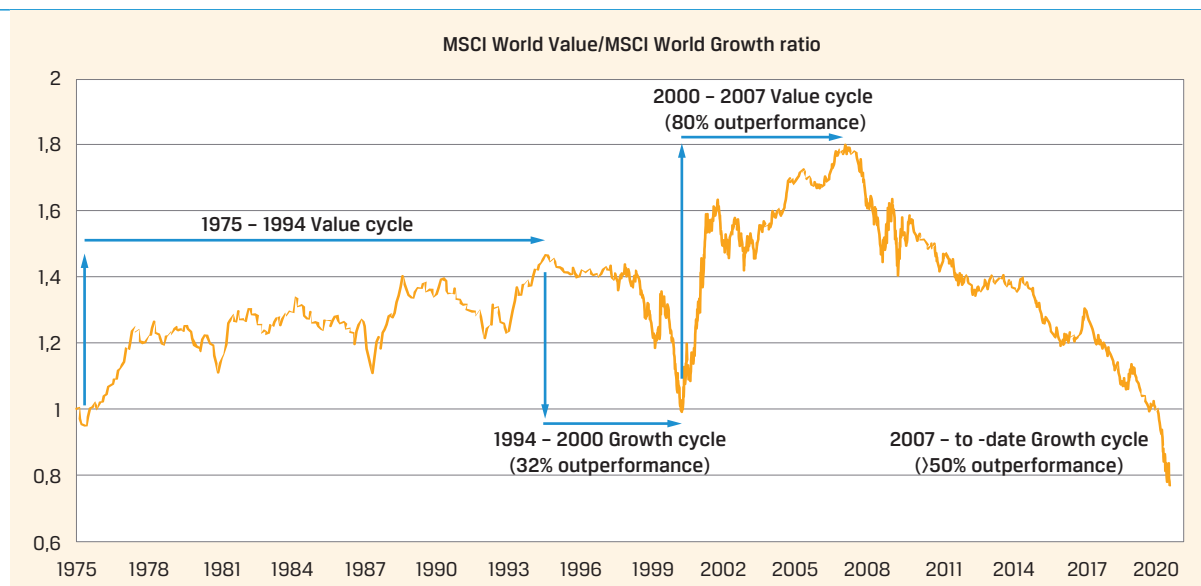
Consequently, any change in the current twelve-year trend of Growth outperformance would require these core assumptions to be challenged in a significant way again. The policy response to the COVID crisis, on top of the existing exceptionally loose monetary policy environment may be sufficient to provide this shock, once consumer behaviours and economies start normalising in a post-COVID environment.

Whether this happens or not, the point is that managers with a bias towards either of the two poles of Value or Growth need to have a strategy for coping with what historically have been extremely long periods when the style cycle turns against them. At the same time they need to remain sufficiently 'true to style' so as to fulfil the expectations of investors who have allocated capital to their funds. Amongst our own peer group we have noted dividend or value funds that have 'survived' this period by offering portfolio yields below that of the benchmark, or where Morningstar style analysis demonstrates movement into the 'core' or even 'growth' boxes. We would argue it is important to provide investors with the exposure they assume they have allocated to given the objectives of the fund rather than to deviate too far in order to chase performance.

## COUNTERING BEHAVIOURAL BIASES

It is well established that investors, and consequently markets, rarely behave as would be predicted by financial theory and studying the impact of the behavioural biases of investors is a growing field of research. Arguably, behavioural finance is central to Value investing where implicitly investors believe the market is 'wrong' in core assumptions about a company causing it

Figure 1  
Long-Term Global  
Value and Growth  
Cycles



Source: NN Investment Partners / Bloomberg

to trade below intrinsic value. This would never happen in an efficient market! But as well as exploiting the behavioural biases of others, value investors are prone to several biases of their own: expectation of mean reversion, overconfidence (the investor is right, the market is wrong), loss aversion, to name a few.

The first step in correcting for these is to understand those that a particular investor is susceptible to. The approach we took was to work with an outside consultancy, *Essentia Analytics* who specialise in assessing behavioural biases through the quantitative analysis of long histories of trade information. We have provided almost ten years of trade data either flagged as portfolio management trades (for example, investing or raising cash as a consequence of inflows or outflows), or 'alpha' trades where fund managers have actively decided to change portfolio positions. This includes scaling up or down in existing holdings as well as stocks bought for the first time, or sold completely from the portfolio.

The initial feedback sessions from *Essentia* covered their findings: what we do well as portfolio managers, and more importantly, where there is room for improvement. They then provide ongoing quarterly coaching sessions to measure where fund managers are making progress in correcting for inherent flaws and biases, often helped by real-time 'nudge' messages as reminder of emerging patterns that have previously turned out badly. The key to all of this – including not hurting portfolio manager egos in the process – is that all of the data is derived quantitatively with very little subjective perspective. If the numbers say aspects of a behavioural bias result in positive or negative alpha, there is little room for argument.

Some concrete examples might help illustrate this feedback in practice. Figure 2, taken from *Essentia*'s 'dashboard', plots the portfolio contribution (ie alpha) on the Y-Axis against the portfolio position size but allows the user to select different entry and stock criteria. On this chart we have selected 'unfavourable' price momentum and the two lowest quintiles of stock volatility. The aggregate 'Impact' figure shows that we have generated

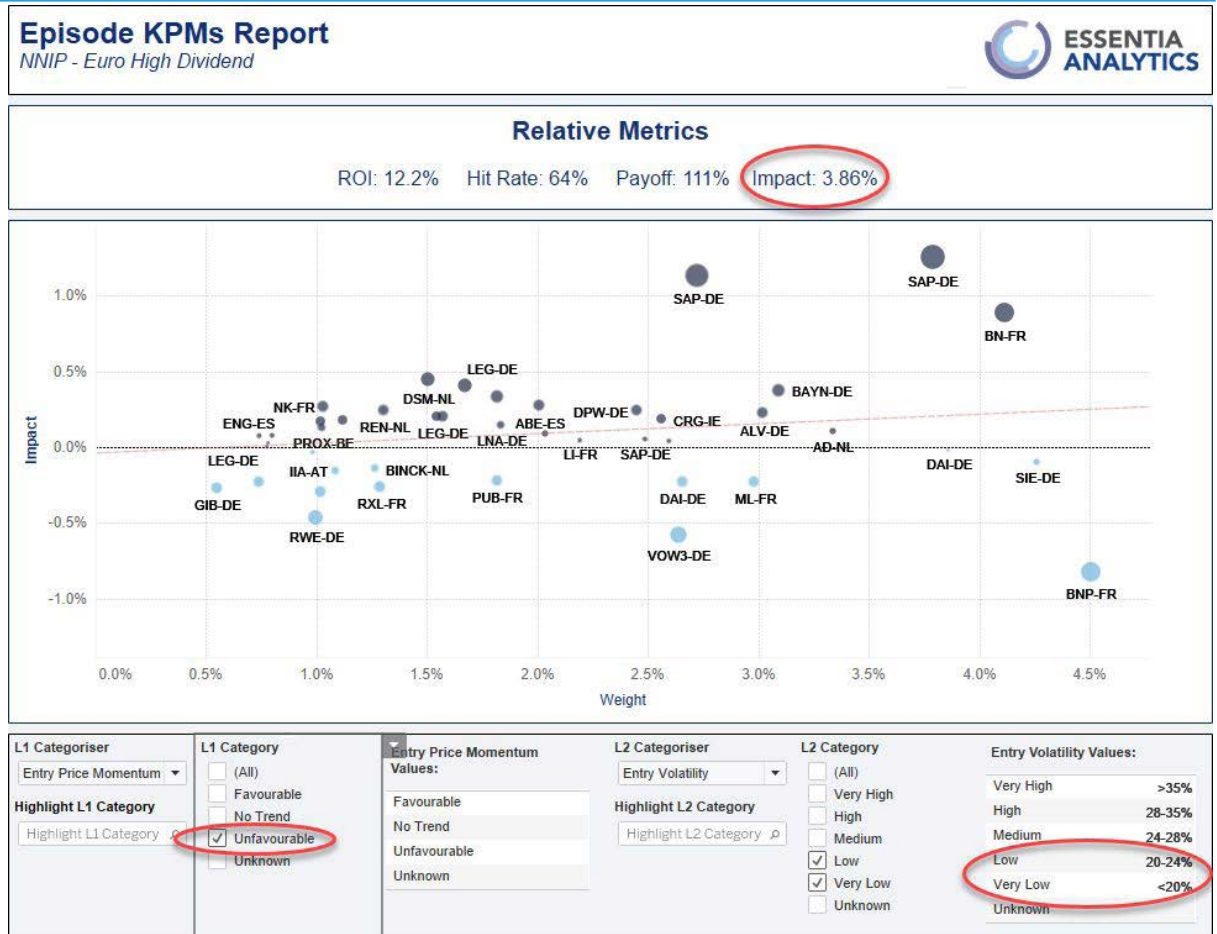
positive returns from buying low-volatility stocks with negative price momentum. In other words the fund managers have skill at spotting good quality companies that have underperformed to such a degree that their valuations are now highly compelling and may mean-revert. That's quite a useful attribute for a value investor! But if we were to tweak the dashboard criteria we could show that over the same period the investors have lost money buying higher volatility stocks that are showing positive price momentum. In other words, when higher-beta names start to steam ahead the investors are too often tempted to jump aboard (exhibiting 'herding' behaviour) just before the move runs out of momentum. This information can then be used to double check entries in these circumstances, either forgoing the trade altogether or using smaller position sizing to reduce the risk.

Figure 3 shows a different analysis and outcome – on average 'peak alpha' for this fund's positions occurs 15-16 months after entry, and alpha decays quite quickly thereafter. *Essentia* now sends a 'nudge' email when holdings are reaching this maturity. This does not automatically trigger a 'sell' order – it is not a quant fund – but it does remind the investment team to perform a thorough analysis of the company's investment case to be confident that there is further upside with fresh catalysts to play out, rather than just a 'stale' position in the portfolio.

Other findings for the same fund have included that it holds losing positions too long, evidence of a 'mean reversion' and 'loss aversion' bias. By identifying the level of relative underperformance at which the stocks that are in this category tend to never recover from, it is effective at warning of the Value Traps most Value investors will be very familiar with. Again, the fund managers receive regular email 'nudges' about stocks that are exhibiting these Value Trap traits allowing additional work to be done to either regain confidence in the original investment decision or cut the position.

One of the consequences of working with *Essentia* is that the managers are more active in the portfolio and turnover has

Figure 2  
Essentia Analytics  
Key Performance  
Metrics Report

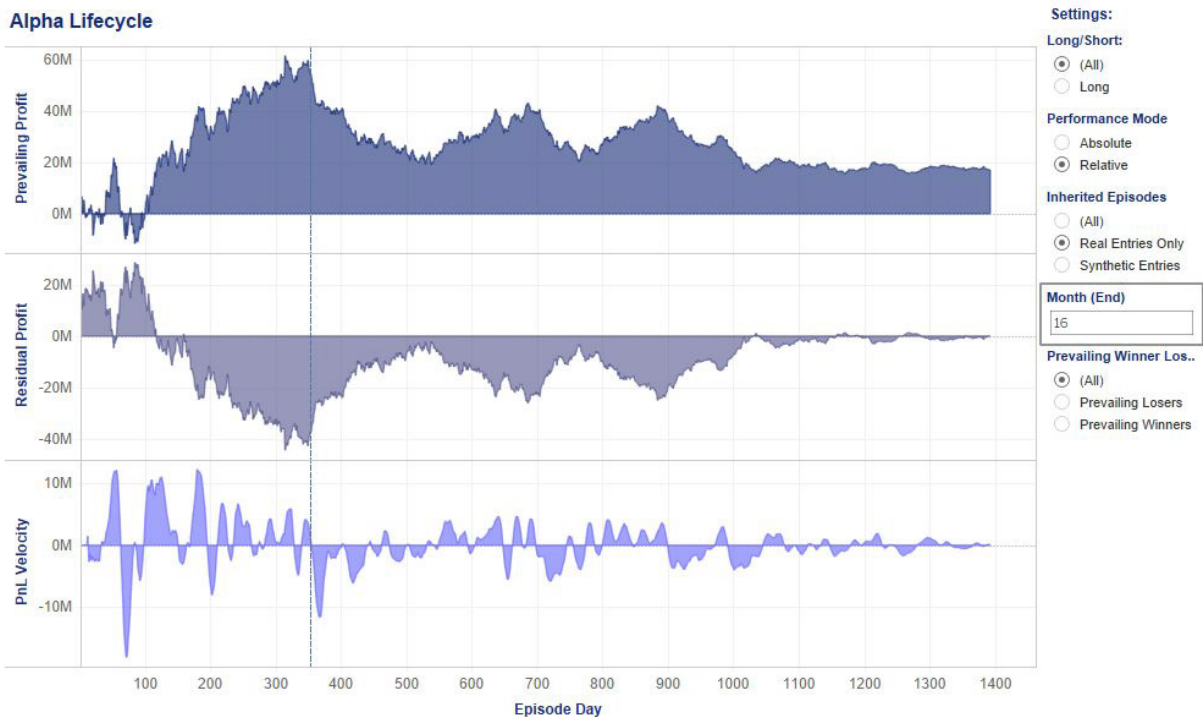


Source: NN Investment Partners / Essentia Analytics

Figure 3  
Essentia Analytics  
'Peak Alpha' Analysis

### Alpha Lifecycle Analysis

NNIP - Euro High Dividend  
Analysis Period: 14-Dec-12 - 09-Aug-19



Source: NN Investment Partners / Essentia Analytics

risen. While higher turnover is often a warning sign relating to over-trading (another behavioural bias) with its associated increased costs, Essentia's analysis was able to isolate and measure the alpha from that additional activity and show that it has been significantly positive: in conclusion, incorporating an understanding of behavioural biases, both positive and negative into the investment process has added value.

## COMPENSATING FOR PORTFOLIO FACTOR RISK

Factors can have high levels of correlation. Figure 4 shows performance of the main style factors from a Bloomberg analysis for the SXXP Index (Stoxx Europe 600), sorted over the last 7 years. It is notable how close the underperformance of Value has been with Volatility and Leverage, or on the upside Quality (revisions and profitability) with Momentum and Growth.

The linkage shown here between Value, Volatility or Leverage gives pause for thought. Is that inevitable? If a fund holding Value stocks underperforms, how much of that is because of the Value exposure, and how much because it is also correlated to other poorly performing factors? Is it possible to build a portfolio that has exposure to desired factors – in our case Value and Dividends, where we believe there are long-term persistent risk premia to be captured – and avoid exposure to 'low quality' factors such as Volatility and Leverage?

Modern risk-analysis tools allow this fairly surgical approach to factor exposure to be performed. Within the European equity team at NNIP a proprietary quant tool has been developed that allows factor scoring to be done across portfolios, but also at a single-stock or benchmark level. Third-party applications are also available and we also use the factor analytics available in Blackrock's Aladdin system. In theory, a Dividend portfolio should already have a tilt to Value with a relatively lower exposure to Volatility and Leverage than a 'pure' Value portfolio. Dividend stocks show lower volatility by nature of the element of stock return delivered by (generally predictable)

dividends, and exhibit lower leverage since they need to have reasonably solid balance sheets as a precondition of making distributions to shareholders.

However, without using more sophisticated analysis an investor can still end up with unintended factor bets. Using the proprietary tool or Aladdin, portfolio managers can check for the extent of factor risk in the aggregate holdings. If there are undesired exposures the tools can then drill down to a single-stock level to see if there are particular names in the portfolio that contribute disproportionately. The managers are then able to consider alternative stocks with factor scores that better suit the desired criteria.

Figure 5 below, taken from Aladdin shows i) that fund style risk overall can be kept low (9.3% of the total tracking error), but with a meaningful positive exposure to the Value and Dividend (Yield) styles while being underweight Volatility and Growth. In fact it is offsetting Value and Dividend factor exposures against Volatility, when they are often correlated that help deliver the low overall style exposure.

## USING ESG INTEGRATION TO ENHANCE RISK/RETURN CHARACTERISTICS

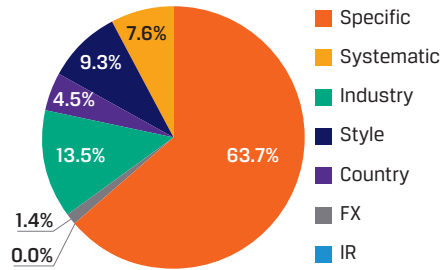
As the importance and relevance of Responsible Investing has risen, so has the level of sophistication with which it can now be incorporated into investment processes. At the level of 'ESG-integration' (for example, an approach consistent with 'Article 8' in the new EU Taxonomy on SRI) an analysis of the Environmental, Social and Governance factors that impact a company can be undertaken with an attempt to incorporate the results into a valuation framework. In some cases this is relatively straightforward: in modelling companies involved in relatively carbon-intensive businesses it is important – and possible – to estimate the increasing costs of emission compliance in opex and capex assumptions, including assumptions around future carbon credit or permit pricing. This isn't always just a negative cost – for some companies it may be reasonable to

Figure 4  
Stoxx 600 Style  
Factor Performance

Quantile Spreads		Pure Factor Returns					
Sector	All Sectors	View	Monitor	Return	Net Long-Short (Q1-Q5)%	Wgt Equal	
Style	Factor/Driver Name (16)	1D Ret	1W Ret	Prior Month	YTD Ret	1Y Ret	7Y Ret ↓
Highlights	<Filter>						
1) Revisions	3M Target Price Change %	0.46%	0.05%	1.64%	10.98%	31.63%	88.83%
2) Momentum	PORT EU Momentum	1.38%	-0.40%	0.28%	5.62%	34.81%	67.90%
3) Revisions	3M EPS Revision % (FY1)	0.33%	0.53%	-0.29%	-5.61%	1.70%	51.45%
4) Profitability	PORT EU Profit	0.96%	-1.46%	-3.26%	-2.13%	12.19%	36.06%
5) Growth	5Y Actual Sales Growth	1.07%	-0.67%	-1.46%	16.82%	32.88%	34.49%
6) Share Buybacks	1Y Share Buyback	-0.72%	0.39%	-1.30%	-2.29%	-3.68%	19.44%
7) Growth	1Y Fwd EPS Growth (FY) %	1.50%	-0.77%	-2.10%	-10.45%	8.18%	15.93%
8) Surprises	EPS Surprise % (Last)	-0.13%	-0.42%	0.03%	-1.65%	0.24%	11.55%
9) Technicals	14D RSI	-1.56%	1.49%	0.46%	12.21%	17.00%	-8.35%
10) Size	Market Capitalization	0.28%	-0.16%	0.82%	-2.31%	0.37%	-10.22%
11) Dispersion	Rev Est Dispersion (FY1)	-0.32%	1.02%	1.46%	4.96%	-4.25%	-19.65%
12) Dividends	Dividend Yield (Indicated)	-0.28%	-0.39%	-1.11%	-31.18%	-33.11%	-27.34%
13) Leverage	PORT EU Leverage	-0.58%	0.48%	0.99%	-13.90%	-25.05%	-37.29%
14) Value	PORT EU Value	-0.77%	1.10%	-1.12%	-19.12%	-29.27%	-40.72%
15) Volatility	1M Volatility	-0.57%	1.63%	2.99%	-8.45%	-18.70%	-42.57%
16) Sentiment	Sell Side Expected Return	0.10%	1.34%	-0.03%	-20.07%	-34.02%	-42.69%

Source: Bloomberg

Figure 5  
Aladdin Risk and  
Factor Exposure –  
Euro Dividend Fund



Source: NN Investment Partners / Blackrock Aladdin

Factor Based Analysis

Title	Factor Type	Factor Level	Factor Vol	Factor Exposure		
				Portfolio	Benchmark	Active
BLI068						
STYLE				1.62	1.52	0.10
Value	Style Return	157.22	289.3025	0.22	-0.11	0.33
Yield	Style Return	133.59	185.1535	0.25	0.04	0.22
Size	Style Return	93.45	332.3490	1.17	0.97	0.20
Liquidity	Style Return	128.56	261.6086	0.40	0.36	0.04
Sentiment	Style Return	90.70	234.6214	0.06	0.04	0.02
Reversal	Style Return	36.69	624.6303	-0.13	-0.14	0.01
SmallCap	Style Return	39.40	368.7524	-0.13	-0.13	0.00
Market	Style Return	288.70	2,292.2117	0.99	1.00	-0.01
Emerging	Style Return	100.50	234.1034	-0.14	-0.05	-0.09
Momentum	Style Return	399.01	677.8810	-0.10	0.01	-0.10
Volatility	Style Return	53.08	573.1266	-0.46	-0.36	-0.10
Profitability	Style Return	186.51	158.9934	-0.03	0.13	-0.16
Growth	Style Return	77.47	163.4682	-0.49	-0.24	-0.25

assume higher market shares if, for example, they are ESG ‘leaders’ and that might give them a competitive edge in providing solutions to customers who are also having to meet higher ESG standards. For example, in the long-run commodities produced to the highest environmental standards may sell at a premium compared to those whose sourcing is less reliable, as manufacturers will be forced to demonstrate high ESG standards across their entire supply chain. A mining company that is able to deliver to those higher standards would deserve a valuation premium that might be delivered via a lower discount rate: realistic if the assumed financing costs for debt and equity will be lower for higher scoring ESG firms. The point throughout is to use a rigorous appraisal of the ways in which all three ‘E’, ‘S’, and ‘G’ factors might impact a firm’s *financial* performance and ensure that this is captured in valuation models. In terms of weathering the Value storm, this helps in two ways.

First, at a very company specific level this helps avoid unintended risk arising in a firm that scores poorly in ESG metrics. A traditional financial analysis approach might miss risks accruing from a poor track record in labour relations, environmental standards, or misalignment between minority and controlling shareholders, but using ESG-integration this can be reflected in the valuation model and target price for the security.

Secondly, a Value approach can pressure investors towards a bias for entire sectors which trade ‘cheaply’ (however defined) as a result of long-term challenges or potential disruption often related to ESG risks – the Energy sector is a clear example. Oil and gas stocks have appeared attractive as measured by multiples or fundamentals for some time, but have persistently underperformed the broader market. By conducting a thorough ESG analysis of the sector, it is possible to estimate the costs at a company level of their likely path to energy transition and a level of investment in renewables that is consistent with global and European climate targets. This can then be compared with the companies own stated goals and targets, which is generally where market consensus is based. By factoring these Environmental transition costs into a valuation model, it would have been reasonably clear that the ‘fair value’ for these businesses was not necessarily reflected in market prices, or a more conventional valuation based on earnings multiples,

dividend yields or a traditional approach to discounted cash flows, indicating that the sector was best avoided by investors.

### COMPENSATING FOR SECTOR BIASES

The simplest way for a dividend fund to ensure that it delivers a yield advantage relative to the broader market is to set a minimum dividend threshold for stocks to exceed in order to qualify for selection in the portfolio – a quantitative dividend filter. However this can lead to structural and undesirable sectoral biases. For example, if an arbitrary cut off was set at 2%, only one stock would currently pass in the Information Technology sector of the MSCI EMU Index: Nokia. In an environment where the IT sector consistently outperforms, this would have a very detrimental effect on overall fund returns. An alternative approach to screening, which we have adopted in our funds, is to set the yield threshold at the sector average. For the IT sector, this reduces the threshold to, currently, 1.15% and brings many more IT sector companies in scope, if not the pure growth companies that do not pay a dividend at all. It also has the positive effect of further reducing the universe in relatively high-yielding sectors such as Communication Services (Telecoms) or Utilities which otherwise might crowd out other stocks. By applying this rule consistently across sectors, we can build an investment universe for a dividend fund that will deliver a yield-pickup relative to the market, while remaining diversified across sectors.

### ADAPTIVENESS IS NOT A TOTAL PANACEA FOR STYLE HEADWINDS

Ultimately, being prepared to adapt an investment process while remaining true to core investment beliefs and promises made to fund investors, may help to offset style headwinds that would otherwise prove overwhelming. However, headwinds do remain. There are parts of the investment universe that remain ‘off-limits’ to a fund promising a Dividend or Value approach, and if these strongly outperform it can be difficult to compensate through other parts of the portfolio. Despite adjusting dividend thresholds to increase the investible universe of IT sector stocks for example, high-growth companies that do not pay a dividend, or pay a minimal dividend, are unlikely to be part of a Value / Dividend portfolio. Looking at the long-term Value / Growth performances shown in Figure 1 it is clear that headwinds can remain severe however adaptive an investment manager becomes. All that is left to do is to try and perform as well as possible in the parts of the market that remain investible.



# Europa pragmatisch adaptief

Adriaan Schout

Met een reeks aan grote thema's zoals uiteraard de coronacrisis, Brexit, klimaatverandering, de dreiging uit Rusland, het opkomende China en een ogenschijnlijk verdeeld Europa wordt er veel druk op de Europese Unie uitgeoefend. Een crisis in Europa lijkt vrijwel continu op de loer te liggen. Naast de financiële onenigheid over de steun aan de zuidelijke landen is er ook veel discussie over de unie *an sich*. We spreken met Adriaan Schout, senior onderzoeker bij onderzoeksinstituut Clingendael en hoogleraar aan de Radboud Universiteit.

In zijn column in Trouw van 28 oktober 2020<sup>1</sup> gaf Schout aan dat het "kicking the can down the road" als metafoor voor het Europese beleid treffend is. Het 'doormodderen' in de EU wordt als negatief gezien, maar professor Schout gaf aan dat de scenario's van doormodderen juist heel pragmatisch kunnen zijn, omdat tijd gekocht wordt om problemen op te lossen. Het verwijt van 'doormodderen' zou je beter een positieve connotatie kunnen geven en moeten vergelijken met het in Nederland geliefde 'polderen': met elkaar verbonden zijn door reeksen van compromissen. De coronacrisis is van zo'n mega omvang (750 miljard euro) dat de steun hiervoor al gauw door alle partijen werd toegezegd. Toch is het een typisch doormodder-compromis, omdat het verre van voldoende is in het licht van de investeringen die nodig zijn, de terugbetaling niet geregeld is, het onduidelijk is of het eenmalig of permanent is, en hoe rechtsstaatcriteria zullen meewegen.

Schout schetste in Trouw een broeinest aan tegenstellingen:

- Oplopende schulden in Zuid-Europa;
- Oplossingen middels Europees lapwerk;
- Pijnlijke Italiaanse aanpassingen;
- Zodoende inschikken door Noord-Europese landen, maar ook door Zuid- en Oost-Europese landen, omdat er toch toezicht komt.

Niemand gaat er hier op achter- of vooruit en dat is volgens professor Schout al heel wat. Voor een minister van financiën is dit heel erg schipperen: enerzijds vriendelijk proberen te zijn, maar anderzijds ook hard proberen te zijn met als doel om de begrotingen op orde te houden.

## Europa: voor Nederland zorgelijk maar wel essentieel

Enerzijds wordt er natuurlijk heel veel geklaagd in Europa, maar anderzijds leven we wel al zeventig jaar in vrijheid. Dit resultaat van de EU is echter te kort door de bocht, zeker voor Nederland dat in een zorgwekkende positie zit, aldus Schout. Vanuit Nederland streven we naar convergentie en het aan de regels houden, hoewel dat laatste onvoldoende gebeurt. De Europese Commissie zou onze grote steun moeten zijn, maar daar lijken we ook afstand van te nemen. Daarnaast ziet Schout Europa verdiepen en gaan er steeds hogere bedragen vanuit Nederland naar Brussel. Maar anderzijds heeft Nederland Europa ook weer nodig en is het met heel goede

redenen pro-Europees. Nederland heeft de EU hard nodig om tegenspel te bieden aan Rusland en China, om klimaatbeleid mondiaal af te dwingen, en om Afrikaanse landen onder druk te zetten om illegale migranten terug te nemen of hun grenzen te bewaken.

## Diverse poli-crisis in Europa

"We hebben in Europa meerdere grote blokken van crises, zoals de euro, de banken en migratie", aldus Schout. Hij onderscheidt verder de verschillende belangen per land die sowieso natuurlijk al voor fricties zorgen. Op de vraag of dit niet inherent is aan het werken met een groep van 27 landen antwoordt Schout dat er ook landen zijn die zich onttrekken aan de rechtsstatelijkheidsprincipes. "En die landen krijgen wel geld vanuit de EU, hoe ga je daarmee om?" vraagt hij. Als voorbeeld noemde professor Schout Polen, dat homovrije zones instelt en dat de onafhankelijkheid van rechters aantast. Dit bemoeilijkt de onderhandelingen ook in die zin dat het idee van eenheid en onderlinge verbondenheid wordt aangetast. Ondanks dat de Europese Raad maandelijks bij elkaar komt, is het zeker geen geoliede machine, zo benadrukt hij. Het wordt steeds moeilijker om compromissen te vinden.



**Prof. Dr. Adriaan Schout** is senior research fellow bij onderzoeksinstituut Clingendael<sup>2</sup> en Professor European Public Administration bij de Faculty of Management Sciences van de Radboud Universiteit in Nijmegen.<sup>3</sup>

Schout stelt dat het nu wel heel andere tijden zijn. Voorheen was een groot Europees issue bijvoorbeeld het landbouwbeleid, maar nu zijn de op te lossen kwesties veel essentiëler. Het gaat er momenteel om of we eigenlijk wel gemeenschappelijke waarden hebben en hoe een markteconomie kan functioneren als rechtsstaten niet overal voldoen aan de kwaliteitseisen die nodig zijn voor vrij verkeer van goederen, diensten, kapitaal en mensen. Volgens hem was er ook teveel enthousiasme toen de gemeenschappelijke muntunie werd gestart. Hij wijst zelfs op een dosis naïviteit. De balans is voor lang niet alle Europese landen positief, zo wijst hij op het enorme aandeel dat Italië uit het nieuwe noodfonds krijgt. *"Hervormingen in Italië kunnen niet uitblijven, anders is het niet uit te sluiten dat ze uit de muntunie stappen. De ECB kan niet eindeloos door blijven gaan met accommoderen"*, aldus Schout. De financiële solidariteit ('Der Ausgleich' in het Duits) tussen lidstaten en uiteindelijk vooral van Duitsland is beperkt. Eurobonds zullen daarom ook gevaarlijk kunnen zijn voor de stabiliteit van de EU. Schout benadrukt dat we op financieel gebied zeker niet de spanningen verder op moeten jagen. Gelukkig is men zich er in Italië gedegen van bewust dat het land moet gaan leveren: de nieuwe fondsen zijn deels giften van belastingbetalers uit andere landen.

### Budgetdiscipline

Met de klimaatplannen in Europa die ook uit het nieuwe noodfonds betaald worden, voorziet Schout ook zeker een hoop financiële perikelen. Het gaat hier om mega projecten en die zijn moeilijk binnen hun budgetten te houden. *"Wij hebben zelf ook de renovatie van onze afsluitdijk of de aanleg van de Noord/Zuidlijn niet binnen de budgetten kunnen houden, dus dat belooft nog wat"*, zo waarschuwt Schout. Het zal zeker voor de Italianen een heel zware dobber worden om dergelijke megaprojecten financieel goed te kunnen regelen. En we moeten vooral oppassen dat in Duitsland de wil om verdere financiële concessies te doen niet afneemt, aldus Schout. Noord- en Zuid-Europa zijn beide nu al zwaar gefrustreerd in elkaar en de Green Deal kan voor de nodige extra druk zorgen.

### Europa pragmatisch adaptief

Met de komst van Joe Biden als nieuwe president van Amerika zal er waarschijnlijk niet direct teruggesproken worden naar de oude band met de VS, want al sinds het Obama-tijdperk werd de geopolitieke afstand tussen Amerika en Europa groter. De veranderende relatie lag dus niet alleen aan Trump. Overigens, de kracht van de EU moeten we zeker niet onderschatten, want Europa is bij heel veel militaire missies in de wereld betrokken en dit blijft natuurlijk doorgaan. Een Europees leger ziet Schout er niet direct komen en het zal voorlopig blijven bij gestructureerde samenwerkingen, waar ook de Britten na de Brexit gewoon bij betrokken zullen blijven. Schout verwacht dat de EU gewoon op dezelfde pragmatische manier door zal gaan. Zo verwacht hij dat als de spanningen met Rusland op zouden lopen, dat de EU meer als één blok bij elkaar zal komen. Schout stelde dat de Europese Green Deal de afhankelijkheid van het Russische gas kan beperken.

### Lokale kaders in plaats van centraal beleid

De Green Deal is een veelomvattend milieuplan, maar in het verleden werd ook al veel milieuwinst geboekt door afspraken te maken over bijvoorbeeld waterbeheer en autokatalysatoren. En dit ging groten-deels zonder grote subsidiepotten, in tegenstelling tot de Green Deal,

die toch als een duur megalomaan project gezien wordt. Het feit dat de Green Deal door mensen als te activistisch gezien zou kunnen worden, zou zeker de nodige weerstand op kunnen leveren. Schout onderstreept daarom de noodzaak dat lidstaten juist zelf moeten doen. Het is volgens hem een illusie om de vergroening van Europa via EU-budgetten te kunnen managen. Ditzelfde geldt ook voor de digitalisering: de noodzaak hiertoe verschilt nu eenmaal per lidstaat. De grootste digitale achterstanden zitten bij Duitsland en dat land moet het zelf kunnen. Hij verwijt daarom ook Frans Timmermans te centralistisch bezig te zijn, terwijl de "ownership" juist meer bij de lidstaten zou moeten liggen. *"Daar zitten de nationale begrotingen en daar moeten de hervormingen plaatsvinden"*, aldus Schout en hij voegt toe dat de eerste rapportages over door de EU gefinancierde onhaalbare nationale vergroeningsprojecten al binnenkomen.<sup>4</sup> De EU zou juist meer de kaders moeten aangeven en hett dan aan de lidstaten laten om het op hun eigen manier in te vullen, met steun van de nationale parlementen.

Zaak is dus om lidstaten geen verantwoordelijkheden uit handen te nemen. Stel dat een door Brussel opgelegd project fout gaat, dan krijgt Brussel ook de schuld, zo stelt Schout. *"We moeten dus af van het wensdenken dat Europa een panacee voor alles is"*, aldus Schout. Het zijn vooral de lidstaten die aan het werk moeten, hun beleid moeten aanpakken, en het beleid ook thuis verdedigen. Geef lidstaten niet de kans zich achter de rug van de EU te verschuilen.

### Groter EU liever meer lokaal aansturen

De trein naar een nog groter Europa rijdt al een tijdje. Zo lopen de gesprekken met Oekraïne al geruime tijd en zo'n grote club landen maakt de besluitvorming zeker niet makkelijker. Het is daarom essentieel dat landen om de zoveel jaar hun staatsinrichting en wetgeving herzien. Als er grote hervormingen vanuit de EU worden opgelegd, dan wordt het zeker bij een grotere groep landen steeds complexer, aldus Schout. De roep naar steeds meer harmonisatie (zeker vanuit het bedrijfsleven) is begrijpelijk, maar dit heeft wel zijn keerzijde want de echte veranderingen worden juist moeilijker als dit Europees centraal wordt aangestuurd. Schout is daarom sceptisch over meer harmonisatie en verdiepte integratie, want dit belemmert juist op de langere termijn de innovatiekracht van de lidstaten.

### Brexit kan beleidsconcurrentie triggeren

De uittreding van Groot-Brittannië uit de EU zou een stevige trigger kunnen zijn voor Europa om goed naar de lokale wetgevingen te kijken. Als voorbeeld gaf Schout aan dat de verschillen in de VS tussen bijvoorbeeld Texas en Californië veel groter zijn dan tussen Nederland en België en toch kunnen die Amerikaanse staten goed samenwerken. Zo zijn er lokaal heel veel factoren (milieu, infrastructuur, onderwijs, belastingen etc.) die de concurrentiekracht van de lidstaten bepalen. Ondanks alle nadelen van de Brexit, kan het mogelijk beleidsconcurrentie opnieuw op de agenda van de EU zetten, zo besluit Schout.

### Noten

- <https://www.trouw.nl/opinie/ode-aan-het-europese-doormodderen~b78f05516/>
- <https://www.clingendael.org/person/adriaan-schout>
- <https://www.ru.nl/nieuws-agenda/nieuws/vm/2020/februari/adriaan-schout-benoemd-hoogleraar-european-public/>
- Poisonous politics lurk behind the EU recovery fund Southern European states must make sure reforms work this time <https://www.ft.com/content/e3345aba-78a2-447b-94b1-50a83bbbea40>

# Met Joe Biden heeft Europa weer een rol in de internationale handelsbetrekkingen

Rob van de Wijngaert<sup>1</sup>

De Chinees-Amerikaanse betrekkingen zijn de afgelopen jaren sterk verslechterd. Door de presidentsverkiezingen en de voortrazende Covid-19 pandemie is China in de Verenigde Staten een voor de hand liggende zondebok geworden. Maar op de achtergrond speelt geopolitieke concurrentie. De relatie tussen de EU en China is veel minder vertroebeld en soms is de samenwerking zelfs constructief. Gaandeweg is Europa echter minder blind geworden voor de Chinese concurrentie.

Wat zijn eigenlijk de drijfveren van de VS, China en Europa op het gebied van internationale handel en veiligheid? Welke toekomstscenario's zijn er voor mondiale samenwerking of confrontatie, en wat houden die in voor burgers en beleggers? Op technologiegebied lijken de verhoudingen verder te escaleren en verdere confrontatie tussen China en de VS is voorstelbaar. In dat geval moet Europa kiezen bij welk blok het zich het liefst wil aansluiten. Daarbuiten is er ruimte voor reparatie, of beperkte escalatie. In dat geval kan de EU een meer zelfstandige rol vervullen.

## COVID SPLIJTZWAM IN DE RELATIE WASHINGTON-BEIJING

Amerika heeft om twee redenen een handelsprobleem met China. De VS verwijt China dat Westerse bedrijven een slechte toegang tot de Chinese markt krijgen. Chinese bedrijven hebben juist de wereld weten te veroveren sinds China's toelating tot de Wereldhandelsorganisatie (WTO) in 2001. Maar belangrijker is dat de opkomst van China steeds meer een bedreiging vormt voor de Amerikaanse politieke hegemonie in de wereld. Bovendien gaan Chinese producten Amerikaanse naar de kroon steken. Washington probeert Beijing af te stoppen door het stopzetten van de export van Amerikaanse producten en kennis. Het conflict spitste zich in het recente verleden vooral toe op de WTO. Amerika verweet de WTO laks optreden en onwil om iets te veranderen aan China's onfaire handelspraktijken op haar thuismarkt. President Donald Trump traineerde daarop de besluitvorming binnen de WTO, onder meer door zijn weigering om leden voor de Geschillencommissie aan te wijzen zodat deze geen handelsbesluiten meer kon nemen.

De verslechtering van de Chinees-Amerikaanse betrekkingen nam in 2018 een verdere vlucht met een escalerende tarievenoorlog. Die kwam voort uit het enorme handelstekort van de VS met China. Trump stelde dat oneerlijke concurrentie van China leidde tot export- en banenverlies in zijn land. Sindsdien zorgden hogere tarieven voor wat kleine veranderingen in de handelsstromen. Maar ondanks alle bezwaren was president

Trump wel geïnteresseerd in een deal met China. Er leek ruimte voor *detente* toen China in de *Phase-one* deal beloofde voor 200 miljard dollar per jaar meer aan Amerikaanse goederen te zullen kopen. De uitbraak van de Covid-epidemie heeft de verhoudingen echter behoorlijk verzuurd. Niet alleen kocht China minder producten dan beloofd. Ook begon Donald Trump, mede door zijn eigen falend gezondheidszorgbeleid, de Chinezen de schuld te geven van de pandemie. Hij labelde het Covid-19 virus consequent als het China-virus en breidde de handelsoorlog uit naar de technologie- en mediasectoren en naar de financiële dienstverlening. Het begon met uitsluiting

Dr. Rob van de Wijngaert  
Senior strateeg Emerging Markets Aandelen, APG



van de bedrijven ZTE en Huawei van Amerikaanse componenten en de Amerikaanse markt. Later kwam daar een boycot voor TikTok en WeChat bovenop. Er werden vraagtekens gesteld bij de notering van Chinese bedrijven aan Amerikaanse beurzen, wat resulteerde in de uitsluiting van zeven Chinese bedrijven van de MSCI Emerging Markets aandelenindex. En overheids-pensioenfondsen werd gesuggereerd niet meer in China te beleggen.

Voorals Chinese bedrijven zijn bang geworden om nog in de VS te investeren. De directe investeringen van China in de VS zijn gedaald van 43 miljard dollar in 2016 naar zo'n 4 miljard dollar in 2019 (Batson en Wang, 2020). Andersom is dat effect (nog) niet waarneembaar omdat het Amerikaanse bedrijfsleven als de dood is om de toegang tot de lucratieve Chinese markt te verliezen. Amerikaanse bedrijven deden tot en met 2019 jaarlijks nog zo'n 10-12 miljard dollar aan directe investeringen in China. Alleen al zo'n 25%-50% van de omzet van de vijf grootste Amerikaanse chipfabrikanten gaat naar China. Voor veel meer producten geldt dat China vanwege zijn grootte en stijgende koopkracht van de consument een belangrijke, zo niet de belangrijkste afzetmarkt is. Trump is overigens niet bijster succesvol geweest met zijn handelstarieven. Het handelstekort van de VS met China nam tussen 2017 en 2019 slechts met 30 miljard dollar af tot 345 miljard.

Beide landen hebben veel te verliezen bij een conflict, want Chinese en Amerikaanse bedrijven hebben over en weer veel geïnvesteerd (zo'n 250 miljard dollar door China en 450 miljard door de VS, Batson & Wang, 2020). Bovendien kunnen multinationals niet zomaar weg uit China. De onmogelijkheid tot terugtrekking hangt nauw samen met de complexiteit van het productieproces. In sectoren met een lage toegevoegde waarde, zoals kleding, schoenen en eenvoudige assemblage van elektronische producten, zijn bedrijven al vertrokken naar landen met goedkopere arbeidskrachten, zoals Vietnam en Indonesië. Maar voor bedrijven met een hogere toegevoegde waarde, die afhankelijk zijn van lokale netwerken, hoogwaardige kennis en goed-opgeleide arbeidskrachten is dat niet eenvoudig. Landen als Vietnam, hebben namelijk onvoldoende infrastructuur en ingenieurs voor handen. Juist die bedrijven die afhankelijk zijn van specifieke kennis- en economische clusters hebben veel minder alternatieven, al proberen landen als Japan, Zuid-Korea en Taiwan bedrijven te stimuleren om in hun eigen land te gaan produceren (van der Veen, 2020).

## CHINA REAGEERT MILD

Beijing heeft, afgezien van reciproke tariefsverhogingen, nog niet hard teruggeslagen om het conflict niet op de spits te drijven. In tegenstelling tot zijn wispelturige Amerikaanse ambtsgeenoot handelt President Xi Jinping veel planmatiger. Er is al een aantal wetten dat Beijing in staat stelt om hard terug te slaan als het nodig mocht zijn. En er zijn er nog meer in de maak. De Antimonopoliewet uit 2008 kan buitenlandse overnames in China verbieden en veroordeelt prijsfixing en misbruik van marktmacht. Hiermee kunnen bureaucraten het het bedrijfsleven al flink lastig maken. De Cyberveiligheidswet is

van recenter datum (2017). Deze wet is vooral gericht op de veiligheid en bescherming van nationale netwerken. Hiermee kan Beijing Chinese bedrijven verbieden zaken te doen met Amerikaanse of andere buitenlandse bedrijven. Dit jaar, of anders volgend jaar, komt er een Exportcontrolewet bij die militaire- en meervoudig bruikbare technologie gaat screenen. Tenslotte bestaat de kans dat een zwarte lijst met bedrijven die Chinese belangen zouden schaden, zoals Qualcomm, FedEx, HSBC en Cathay Pacific, openbaar wordt gemaakt. Dus de middelen zijn er wel, maar China aarzelt om ze te gebruiken. Zo heeft China *Apple* bijvoorbeeld nog niet in de ban gedaan, omdat het een grote werkgever is in China. Bovendien bieden Amerikaanse (en Europese) bedrijven toegang tot eersteklas technologie. Om niet als een zwakkeling over te komen verscherpt China de anti-Amerikaanse toon in de (sociale) media en wordt het buitenlands beleid agressiever richting Hong Kong en Taiwan. Ook wordt de Chinese marine steeds actiever in de Zuid-Chinese Zee. Het nieuwe Vijfjarenplan is overigens heel duidelijk over de weg die China in wil slaan. China ziet de weerstand van Amerika en Europa op technologievak en sorteert voor op zelfredzaamheid. Het Plan focust op de versterking van zwaktes in de productaanvoerlijnen, vooral voor halfgeleiders en software-ontwikkeling. Daarmee neemt Beijing afstand van het *made-in-China*-beleid, en besteedt het bijvoorbeeld veel kapitaal aan het opzetten van een eigen halfgeleiderindustrie.

## EN EUROPA DAN?

Net als de VS heeft Europa baat bij een gelijk speelveld waarbij bedrijven eerlijke toetredingskansen hebben op elkaars markten. Het favoriete instrument voor de EU zijn multilaterale handelsafspraken en handelsvoorschriften. Afzonderlijk zijn de Europese landen namelijk geen partij voor China of de Verenigde Staten. Maar tezamen vormen ze het grootste handelsblok ter wereld. Door het gebrek aan militaire slagkracht en de onderlinge verdeeldheid tussen de lidstaten is de EU echter veel minder dan de VS in staat om zelf afdwingbare handelsafspraken te forceren. Vandaar dat de EU het liefst met haar NAVO-partner, de VS, zou willen optrekken. Uitgangspunten voor de EU hierbij zijn de rechtsstaat, het democratisch proces, de mensenrechten, het verminderen van armoede en ruimte voor vrije ondernemingen. Maar Europa's relatie met de VS is gecompliceerd, omdat de EU, net als China, een handelsoverschot met de VS heeft. Dat ligt overigens niet aan de superioriteit van onze exportproducten, maar heeft veeleer te maken met onderconsumptie in Europa (Klein en Pettis, 2020). Het Europese handelsoverschot en staatssteun voor bedrijven heeft al tot de nodige spanningen tussen Washington en Brussel geleid. Zo gaf de WTO de VS gelijk over de ontoelaatbare subsidies aan vliegtuigbouwer Airbus. Als straf mocht de VS de EU heffingen van tien procent opleggen op vliegtuigen en 25 procent op andere goederen waaronder Nederlandse kaas. In augustus van dit jaar hebben beide partijen afgesproken om de handelstarieven te verlagen. Maar sinds 9 november gaat de EU toch voor 4 miljard sancties heffen op producten uit de VS vanwege illegale steun aan vliegtuigmaker Boeing. Daarnaast spelen ook nog de hoge boetes die de EU heeft opgelegd aan Google vanwege misbruik van haar zoekmachine (2,4 mrd euro

in 2017), mobiele besturingssysteem (4,3 mrd euro in 2018) en 1,5 mrd euro in 2019 voor benadelingen van advertentienetwerken. Dit komt bovenop de 13 mrd euro vordering van achterstallige belastingsschuld aan Apple in 2017. Amerika kon moeilijk bezwaar maken tegen de Google boete, omdat het juist twee Amerikaanse bedrijven (Microsoft en Oracle) waren die de Tech-gigant hadden aangeklaagd bij de EU.

Europa is China's grootste handelspartner terwijl China Europa's een-na-grootste handelspartner was in 2019. De EU exporteerde zo'n 200 miljard euro aan goederen naar China en importeerde voor 360 miljard euro (EU 2020). De relatie tussen Europa en China is niet hartelijk maar eerder zakelijk. De mensenrechten, milieu, werkomstandigheden en de vrijhandel staan een goede relatie in de weg. De Amerikaanse isolationistische opstelling heeft China en de EU dichter samengebracht als verdedigers van bijvoorbeeld de vrijhandel en het klimaat. De EU en China steunen elkaar in WTO-hervormingen en het Parijs-akkoord over het terugdringen van de CO<sub>2</sub> uitstoot. Maar het vorig jaar ontwikkelde tienpuntenplan (Europa Nu 2020) laat zien dat de Unie minder naïef geworden is ten aanzien van China. Het plan geeft Europa meer mogelijkheden om terug te kunnen slaan als Chinese staatsbedrijven willen opereren op de Europese markt, of als Europese bedrijven geen toegang krijgen tot de Chinese markt. Tot voor kort leek een dergelijk plan Frans dirigisme te ademen. Maar gaandeweg wordt het Europa duidelijk dat China de standaarden voor de communicatiesector of elektrische auto's naar zijn hand weet te zetten. Huawei wordt daarom op steeds meer Europese markten geweerd, en Brussel wordt steeds gevoeliger voor bijvoorbeeld data-beheersing. China ziet dat ook en aarzelt niet om haar moderne zijderoute, bilaterale leningen of mondkapjes- of vaccindiplomatie in te zetten om Europese landen los te weken uit de EU.

De EU is het meest gebaat bij een gezamenlijke strategie van de leden over de multilaterale handelsorde, omdat het dan minder risico loopt om uit elkaar te worden gespeeld. De sterkste troef die de EU daarbij in handen heeft zijn de strenge Europese productstandaarden. Internationale bedrijven kunnen immers de grootte van de Europese markt niet negeren. Maar daar blijft het niet bij. Het effect is veel groter, want er is ook een sterke neiging van bedrijven om niet-EU landen te belobbyen om de EU-regels wereldwijd te kopiëren. Komt een product eenmaal op de Europese zwarte lijst, dan is de kans klein dat dit elders in de wereld verkocht kan worden. De kans is dus groot dat bedrijven hun wereldwijde *supply chains* op de strenge Europese normen willen afstemmen. Daarnaast is Europa ook gids op het gebied van mededingingsregels, kartelvorming, staatssteun en marktdominantie. Houden ondernemingen zich aan de strenge EU-regels, dan zitten ze daarbuiten over het algemeen ook wel goed. Een bekend voorbeeld van dit Brussel-effect (een term die afkomstig is van de Finse schrijfster, Anu Bradford) is de privacywetgeving waarop Google en Facebook hun mondiale standaarden hebben aangepast. De kracht van de Europese voorschriften is dat Brussel écht gelooft dat haar eigen regelgeving noodzakelijk is om de onderlinge markt goed te laten functioneren.

## DRIE TOEKOMSTSCENARIO'S

Hoe zullen de verhoudingen er tussen de verschillende handelsblokken er de komende jaren uit gaan zien? Daarvoor zijn binnen APG een drietal scenario's ontwikkeld, die als uitgangspunt kunnen dienen voor het beleggingsbeleid.

### 1. REPARATIE

De Amerikaanse presidentsverkiezingen waren een belangrijk ijkpunt voor de toekomstige verhoudingen. Nu Joe Biden is gekozen als president-elect lijken meer voorspelbare (handels)betrekkingen in het verschiet te liggen. Maar de Democraten zijn evenmin als de Republikeinen vies van China-bashing en *America-first*. Daardoor blijven de handelstarieven waarschijnlijk hoger dan voor 2018. Ze worden niet eenzijdig verlaagd en zijn waarschijnlijk een fiche in het onderhandelingspel met China (Kroeber, 2020). Het *reparatiescenario* vormt zich rond een gedeeltelijk herstel van de internationale handelsorde. Amerika gaat akkoord met een voortzetting van de WTO onder een nieuwe, voor de VS aanvaardbare, directeur-generaal. Washington houdt op met het frustreren van de benoeming van leden van de Geschillencommissie, zodat bedrijven hun geschillen internationaal kunnen blijven toetsen. Het Chinese staatskapitalisme is daarmee niet van de baan. Dus moeten de EU en de VS zoveel mogelijk gezamenlijk optrekken tegen de oneerlijke concurrentie van staatsbedrijven, of uitsluiting van markttoegang in China. De technologie-oorlog wordt wat afgeschaald en de meeste maatregelen beperken zich tot nationale veiligheidsaspecten.

Bedrijven hoeven zich niet, of in ieder geval minder, te bekommeren over het verplaatsen van hun productielijnen en durven gaandeweg weer investeringen te gaan doen. Per saldo vermindert de mondiale onzekerheid en nemen de investeringen toe. Daardoor blijft de economische groei redelijk, en is inflatie nog ver weg. Afnemende onzekerheid zorgt voor lagere risicopremies wat over het algemeen goed is voor aandelenkoersen. Maar ook grondstoffen kunnen profiteren van de toegenomen vraag.

### 2. ESCALATIE

In een *escalatiescenario* wordt internationale samenwerking verder op de proef gesteld. Deelname aan multilaterale organisaties wordt door de VS opgezegd, of niet hernieuwd. Daardoor kan de WTO nog steeds niet goed functioneren. De VS blijven bij hun machtspolitiek en proberen ook onder Biden nog steeds eenzijdige handelsakkoorden te sluiten. De relatie tussen de EU en de VS verslechtert op handelsgebied. Hierdoor trekken beide landen niet gemeenschappelijk op tegen China. Tussen de VS en China breiden handelsconflicten zich uit en vooral de technologiesector, de gezondheidszorg en mediabedrijven krijgen het voor hun kiezen. Hierdoor zal heel wat beurswaarde verdampen. De financiële sector zal verder in de ruzie worden betrokken en bedrijven zullen duale beursnoteringen overwegen met dito accountancyverplichtingen. Chinese wetgeving verbiedt bedrijven om gevoelige informatie aan Amerikaanse accountants te overleggen. Die zullen dan hun Amerikaanse beursnotering moeten opgeven. De bijgaand hogere kosten zullen worden afgewenteld op de consument, die hogere prijzen

voor zijn spullen zal moeten betalen. Multinationals moeten zich afvragen of, én hoe lang, het nog loont om te investeren in een andere invloedssfeer. Ze moeten nagaan of ze niet te dicht tegen gevoelige sectoren aanzitten. Er zit immers al snel een lid van de Chinese Communistische Partij in de raad van bestuur van elk Chinees bedrijf. Europa wordt gedwongen haar eigen China-beleid te voeren, en moet voorzichtig zijn om niet uiteen gespeeld te worden. Als de EU en China erin slagen om tot een handelsakkoord te komen, dan zal de VS ook bilaterale afspraken willen maken met de EU om te voorkomen dat het toegang tot de gemeenschappelijke markt verliest. Beide blokken liggen echter ver uiteen als het gaat om staatsbedrijven, privacywetgeving en de digitale economie.

Op mondiaal vlak blijft veel onzekerheid bestaan. Er worden investeringen uitgesteld of geschrapt. De internationale handel neemt in versneld tempo af en dit tempert de mondiale groei-verwachtingen. Hierdoor vermindert de efficiency van bedrijven, die niet langer overal de meest optimale oplossing kunnen nastreven. Per saldo leidt dit tot inflatie en lagere groei. Noem het een mild stagflatiescenario wat slecht uitpakt voor aandelen, kredieten, rentes en grondstoffen.

### 3. CONFRONTATIE

De grootste problemen doen zich voor in een *confrontatie-scenario*, waarin China de Amerikaanse initiatieven met gelijke munt terugbetaalt. Dit scenario was waarschijnlijker onder president Trump met zijn onvoorspelbare nationale veiligheidsbeleid. Maar ook onder president Biden kan de boel onbedoeld uit de hand lopen, en kunnen de handelsconflicten en Tech-oorlog worden aangescherpt. De wereld zal moeten kiezen tussen verschillende invloedssferen. China zal zijn *Belt-and-Road* beleid niet alleen in Azië en Afrika als drukmiddel gebruiken, maar ook binnen de EU. De EU wordt gedwongen om een kant in het conflict te kiezen. Taiwan kan een kruisvat worden als China de afvallige provincie probeert in te lijven, mede om aan zijn vraag voor halfgeleiders te voldoen. Veel investeringen blijken ineens waardeloos te zijn geworden, omdat productielijnen dicht bij huis moeten worden (terug)gebracht. Banken zullen nauwelijks nog internationale overnames, handelskredieten en investeringen willen financieren, waardoor de internationale handel stopt. Internationale beleggers krijgen te maken met kapitaalrestricties en China verliest zijn toegang tot lucratieve Westerse markten. Kortom, dit is een scenario waarin de groei in China en de rest van de wereld stilvalt of zelfs achteruitgaat.

Zolang beurkoersen of economische voorspoed een graadmeter zijn voor het succes van Joe Biden of Xi Jinping zullen ze terugschrikken voor dit *confrontatiescenario*. Dit scenario is namelijk desastreus voor alle beleggingen. Als de zaken niet volledig op de spits gedreven worden is ook een gunstigere einduitkomst van het *confrontatiescenario* mogelijk. Hierin vormen de VS en China ieder een machtsblok met eigen regels en bestuur. De overgang naar zo'n situatie is dramatisch qua verplaatsing van productielijnen, economische groei en winstmarges. Maar de uiteindelijke schade kan beperkt blijven als ieder blok zich concentreert op waar het goed in is. De extra investeringen die

nodig zijn voor bijvoorbeeld een groene toekomst, nieuwe productielijnen, halfgeleiders of quant computing kunnen een nieuwe impuls geven aan de thuisbasis. Vanwege het gebrek aan militaire slagkracht kiest de EU vrijwel zeker de kant van de VS. Met diplomatiek vakmanschap kan de EU ervoor zorgen dat haar productrichtlijnen, en niet die van de VS, blijven domineren binnen het Westerse blok.

### EUROPA BLIJFT GIDSFUNCTIE VERVULLEN

De vraag is natuurlijk welk van de drie scenario's het meest waarschijnlijk is. Bij APG geven we geen waarschijnlijkheid aan de scenario's. Beleggers moeten zich immers niet alleen op de kans richten, maar ook op de kosten die de verschillende scenario's met zich meebrengen. Vergelijk de internationale betrekkingen met een jasje met een rits. Onder Trump zou de rits het waarschijnlijk niet hebben gehouden en zijn opengescheurd. We zouden rechtstreeks op het confrontatiescenario zijn afgestevend. Met de verkiezing van Biden zal de rits niet helemaal dichtzitten maar een beetje openstaan. Met andere woorden, op sommige deelmarkten zullen de handelsblokken ver uiteen staan, terwijl ze op andere toenadering kennen. China kiest in zijn jongste vijfjarenplan onomwonden voor technologische autarkie. Het land wil een eigen halfgeleiderindustrie opzetten en vooroplopen op het gebied van kunstmatige intelligentie, *cloud computing* en 5G-technologie. Amerikaanse veiligheidsexperts zijn de belangrijkste krachten achter het blokkeren van technologische kennisoverdracht. Hun mening wordt gedeeld door het grote publiek. De EU loopt op technologiegebied (ver) achter bij China en de VS. Als Europa een gedwongen keuze moet maken ligt een alliantie met de VS het meest voor de hand, vanwege militaire (NAVO), historische en culturele banden. Op minder gevoelige terreinen is meer mondiale samenwerking mogelijk, en is de rol van de EU vrijer. Met Biden ligt de terugkeer naar een multilaterale aanpak van handels- en klimaatproblemen binnen handbereik. Toch kan een Republikeinse senaat een behoorlijke dwarsligger zijn als het aankomt op het vrijmaken van geld voor beleid. De senaat kan ook weigeren om de regulering van handelsstromen of het klimaat goed te keuren. In zulk soort gevallen is het voor Europa gemakkelijker om zijn gidsfunctie te blijven vervullen op het gebied van productstandaarden, de aanpak van machtsmisbruik en het naleven van privacy. Dit lijkt voor zowel China als de VS acceptabel.

#### Literatuur

- Batson, A. en D. Wang, 2020, Dimensions of Decoupling in 2020, Gavekal, 27 augustus 2020.
- Europa Nu, 2020, artikel op [https://www.europa-nu.nl/id/vhtegr63m0n2/relatie\\_eu\\_china](https://www.europa-nu.nl/id/vhtegr63m0n2/relatie_eu_china).
- Europese Unie, 2020, factsheet op [https://eeas.europa.eu/sites/eeas/files/eu-china\\_factsheet\\_06\\_2020\\_0.pdf](https://eeas.europa.eu/sites/eeas/files/eu-china_factsheet_06_2020_0.pdf).
- Klein, M. en M. Pettis, 2020, Trade Wars are Class Wars, Yale Press.
- Kroeber, A, 2020, Fine-tuning the US-China rivalry, Gavekal 9 november 2020.
- Veen, M. van der, 2020, Decoupling US-China supply chains: High-tech on the move, Rabobank, 16 juli 2020.

#### Noot

- 1 Met dank aan Thijs Knaap (APG) voor commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

# Is er een 'Brussel-effect' in ethiek?

"Mifid II has caused 'tectonic shifts' in US market" was vorig jaar een van de conclusies van een rapport van het CFA Institute over de Europese regels die de kosten van research zichtbaar moet maken. Indirect heeft Mifid II de Amerikaanse regelgeving voor de aankoop beleggingsresearch drastisch veranderd. De SEC moest in 2017 een drietal 'no action letters' uitbrengen om Amerikaanse beleggingsondernemingen helpen te voorkomen dat het Amerikaanse soft-dollar-systeem in botsing kwam met EU-regelgeving.

Het is een voorbeeld van de mondiale invloed van Europese regelgeving. Sommigen noemen dit het 'Brussel-effect'. Het 'Brussel-effect' is niet de bureaucratie waarvan de EU vaak wordt beschuldigd, het is de potentiële invloed om Europese regels en standaarden te verspreiden over de hele wereld. Ook op het gebied van ethiek en integriteit.

In 2019 presenteerde de High-Level Expert Group on Artificial Intelligence van de Europese Commissie ethische richtlijnen voor betrouwbare kunstmatige intelligentie. Meer dan 50 experts met zeer diverse achtergronden hadden aan een methode gewerkt om de vele ethische vragen rond AI aan te pakken. De gedachte was dat mensen gebonden zijn aan allerhande rechtsregels en opgroeien binnen een bepaald ethisch kader dat aangeeft hoe ze moeten, mogen en niet mogen handelen. Deze regels bepalen hoe ze beslissingen nemen, en zorgen ervoor dat ze verantwoordelijk kunnen worden gehouden voor hun daden. De kernvraag was: wat doen we nu computers ook zelf beslissingen kunnen nemen? Hoe zorgen we ervoor dat ook machines zich kunnen houden aan juridische en ethische regels? Het antwoord op deze vraag is cruciaal, daarom nam de Europese Commissie het advies ook over. Zolang burgers er niet op kunnen rekenen dat de technologie te vertrouwen is, zullen ze deze ook niet gebruiken. Het rapport was o.a. aanleiding voor een fundamentele discussie in de VS over AI en privacy.

Over privacy gesproken. De Europese Algemene Verordening Gegevensbescherming

heeft de wereldwijde standaard bepaald voor de bescherming van privacy online. Niet alleen omdat de AVG ook voor alle bedrijven geldt die buiten de EU via internet producten of diensten aanbieden aan Europeanen. Het maakte ook duidelijk dat het in de VS ontbreekt aan strenge nationale regels voor gegevensbescherming. Het ongehinderde optreden van de grote IT-bedrijven uit de VS, zoals Facebook of Google bracht de onzorgvuldige omgang met gebruikersgegevens aan het licht. De VS hebben het Europese signaal opgepakt. De Amerikanen vinden nu ook dat er iets moet gebeuren.

Europa loopt ook voorop in de strijd tegen klimaatverandering. In december 2019 hebben de 27 lidstaten – met steun van de Green Deal van Ursula von der Leyen – voor de hele Europese Unie toegezegd voor 2050 klimaat neutraal te worden. Dit raakt al op korte termijn de financiële markten. In het kader van het Action Plan on Sustainable Finance van de Europese Commissie moeten financiële instellingen zich vanaf volgend jaar houden aan een verordening over informatieverzanding met betrekking tot duurzaamheid en aan een richtlijn over CO<sub>2</sub>-benchmarks.

Bij de ontwikkeling van de Europese regelgeving, of het nu AI of biotechnologie betreft, is te zien dat over ethische principes wordt nagedacht en dat deze worden vastgelegd. In de VS laat men bij wetgeving het ethisch debat veel eerder over aan het vrije spel der maatschappelijke krachten. Met als gevolg dat de ethische discussie

daar soms het karakter krijgt van een loopgravenoorlog.

Is Europa ongemerkt een wereldmacht geworden op het gebied van ethiek en integriteit? Het stellen van normen over integriteit en ethiek is één ding. Handhaven van de normen is de keerzijde van de medaille. Neem witwassen. Goede regelgeving betekent nog niet dat het effectief is. De 27 EU-lidstaten interpreteren de richtlijnen van het anti-witwaskader zeer verschillend. Tientallen nationale en regionale toezichthouders leggen financiële instellingen wettelijke voorschriften op. En dat gaat nog wel eens mis. Op het gebied van handhaving zet vooralsnog de VS de toon. Omdat we nog steeds in een dollareconomie leven, claimt de VS bij anti-witwasmaatregelen de jurisdictie.

Er is sprake van een Brussel-effect. Wereldwijd moeten bedrijven aan strenge EU-regels voldoen als ze toegang willen krijgen tot de enorme markt die de EU is. Maar er is ook een ander juridisch effect: bedrijven lobbyen wereldwijd bij regeringen om EU-regels te kopiëren omdat het duur en omslachtig is om verschillende productielijnen op te zetten voor verschillende markten. Dit geeft de EU, en EU-instellingen, gezag. Dat ethiek en integriteit deel uitmaken van de EU-regels is dan mooi meegenomen.

*Frank Dankers*

Lid Commissie Ethiek en Integriteit

# De introductie van Financial Fair Play voor Europese Voetbalclubs

*Bob de Leeuw is Treasury Officer bij Brand New Day*

In september 2009 heeft het uitvoerend comité van de UEFA het Financial Fair Play-concept (FFP) unaniem goedgekeurd. De belangrijkste aanleiding waarom FFP in het leven is geroepen waren de alsmaar verslechterende financiële omstandigheden bij Europese voetbalclubs. Vandaar dat FFP bestaat uit twee pijlers: de verplichting van voetbalclubs om minimaal een break-even resultaat te behalen en het kunnen voldoen aan betalingsverplichtingen van schuldeisers. Wanneer voetbalclubs de regels die hiermee gemeind zijn niet naleven kunnen er sportieve dan wel economische sancties volgen.

Deze scriptie beantwoordt de vraag of kapitaalstructuren van beursgenoteerde Europese voetbalclubs veranderd zijn na de invoering van FFP. En zo ja, zijn deze ook efficiënter geworden? Met andere woorden, is door FFP waardecreatie ontstaan voor aandeelhouders?

In deze studie is uitgegaan van de trade-off theorie, waarbij een bedrijf zoekt naar een optimum tussen de voordelen van aftrek-bare rentebetalingen en de kosten van "financial distress" (Myers, 1984).<sup>1</sup> Methodologisch kan dit onderzoek eigenlijk het best worden gezien als een event studie, waarin het event de invoering is van FFP (juli 2011). De "estimation window" betreft de drie jaren voorafgaand het inwerking treden van FFP en de "post-event window" beslaat de drie jaren na de invoering. De efficiëntie van de kapitaal-structuur wordt in dit onderzoek gemeten middels de WACC (weighted average cost of capital) methode. Dit is het gewogen financieringspercentage dat voetbalclubs moeten betalen om beschikking te krijgen over kapitaal. Deze is onderverdeeld in het vereist rendement van aandeelhouders ( $R_E$ ) en vreemd vermogen verstrekkers ( $R_D$ ). Hoe kleiner de WACC, hoe hoger de uitkomst van de waardering van een bedrijf.<sup>2</sup>

De ( $R_E$ ) is bepaald met het Capital Asset Pricing Model (CAPM), waarin de levered beta een belangrijk component is omdat het de covariantie tussen het vereist rende-



ment van een voetbalclub ten opzichte van de marktportfolio kwantificeerbaar maakt. Deze levered beta is verkregen middels de bottom-up methode. Hiervoor geldt dat per bedrijfsonderdeel van een voetbalclub de unlevered beta is bepaald. Hiervoor zijn drie indices gebruikt die verschillende industrieën behelzen, te weten: Leisure & Recreation, Broadcasting en Advertising & Marketing. De levered beta's van de voetbalclubs zijn als volgt berekend:

$$\beta_{Levered} = \beta_{Unlevered} \left( 1 + (1 - \tau_c) \frac{Debt}{Equity} \right)$$

Daarbij is de samengestelde bedrijfswaarde voor de voetbalclubs uitgewerkt en door het toekennen van assets op de balans naar één van de bedrijfsonderdelen wordt de verhouding tussen vreemd vermogen en het aandelenkapitaal inzichtelijk.

Voor het vereist rendement van vreemd vermogen verstrekkers ( $R_D$ ) is er een synthetische credit rating opgesteld waarin de rating kan variëren tussen A+ tot en met CCC. Voor alle bedrijven uit de indices is een Z"-score gemaakt aan de hand van het model van Altman (2000).<sup>3</sup> Vervolgens zijn er regressies geschat om de koppeling tussen de schuld/kapitaal-ratio en de Z"-scores te realiseren. De bepaling tegen welk percentage het vreemd vermogen kan worden gefinancierd bij een toewijzing van een credit rating is afhankelijk van het kredietrisico plus de risicovrije rente.

In dit onderzoek is gedurende het tijds-interval voor elk jaar van de geselecteerde voetbalclubs berekend wat de huidige WACC is. Het gaat hier om zes beursgenoteerde voetbalclubs: AFC AJAX, Borussia Dortmund, Celtic, Juventus FC, Olympique Lyonnais Groupe en Futebol Clube do Porto. Daarnaast zijn er scenario's gedraaid met verschillende ratio's tussen vreemd vermogen/aandelenkapitaal om te zien hoe ver de werkelijke WACC afwijkt van de optimale WACC. Hiervoor is gebruik gemaakt van het begrip herkapitalisatie.

De uitkomsten van de zes voetbalclubs variëren behoorlijk. Zo heeft Celtic gedurende de zes jaren de meest optimale WACC. Borussia Dortmund is de club waar de invoering van FFP mogelijk een positieve bijdrage heeft geleverd, aangezien de WACC in de post-event window



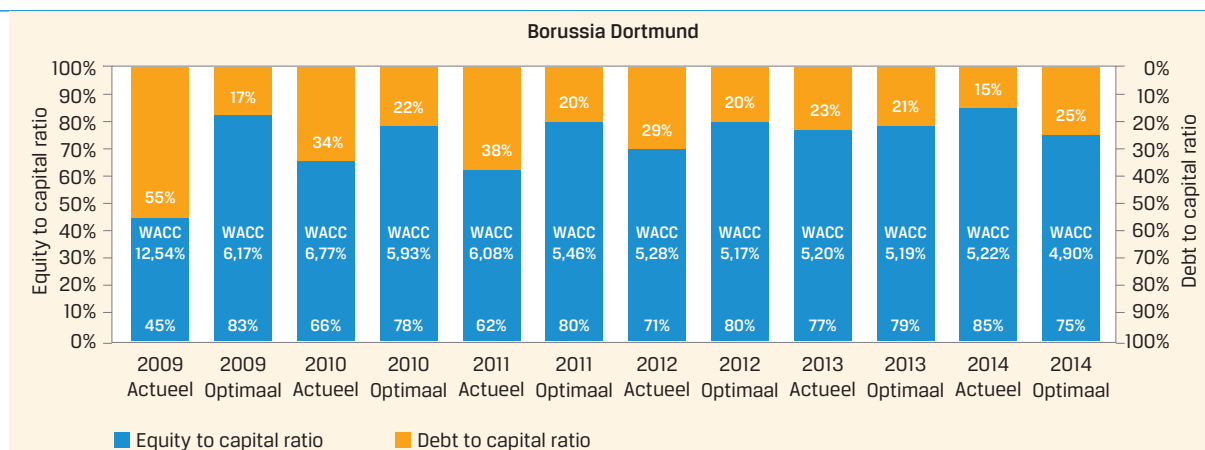
is gedaald (zie de figuur 1). Voor de andere clubs valt dit niet te concluderen. Daarentegen kan wel worden gesteld dat het vrijmaken van liquide middelen, gefaciliteerd door een aandelenemissie waarmee vreemd vermogen kan worden afgelost een positieve uitwerking heeft op de WACC voor zowel Juventus, Porto als Olympique Lyonais. Voor Ajax geldt het tegenovergestelde, dit doordat de lage rente het voordelig maakt om nieuw vreemd

vermogen aan te trekken voor het inkopen van aandelen (zie figuur 2). Een dergelijke strategie kan conflicterend werken met de regels van FFP, omdat de netto schuld hierdoor simpelweg hoger wordt. Deze waarderingscasussen laten zien dat drie jaar na invoering van FFP slechts twee van de zes beursgenoteerde clubs om en nabij over een optimale kapitaalstructuur beschikken.

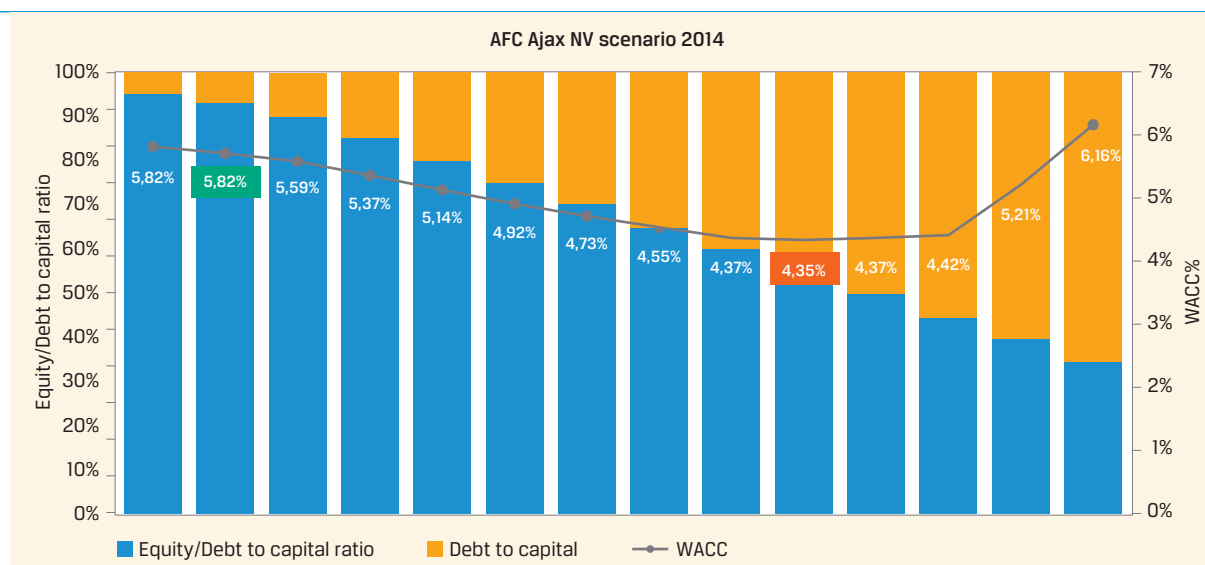
**Noten**

- 1 Myers, S.C., 1984, Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, vol. 39. nr. 3: 575-592.
- 2  $V^L = \frac{FCF_i}{WACC - g_{FCF}}$
- 3 Altman, E.I., 2000, Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-score and Zeta Models, In Bell, A.R., Brooks, C. & Prokopczuk, M. (Ed.), Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance (pp. 428-456).

**Figuur 1**  
De WACC van Borussia Dortmund gedurende het tijdsinterval. Vanaf 2012 (seizoen 11/12) is FFP effectief. Borussia Dortmund heeft duidelijk zijn schulden teruggebracht en daarmee een lagere, efficiëntere WACC bewerkstelligd



**Figuur 2**  
Een overzicht van een scenario analyse over 2014 voor AFC Ajax. In het groen gemarkeerd staat de geschatte WACC vermeld, in de gele markering de meest efficiënte WACC te gaan, dient er herkapitalisatie plaats te vinden: meer vreemd vermogen ten behoeve van aandelenkapitaal



# The Man Who Solved the Market

Review by Ashutosh Shahi, CFA and Patrick Bronger

The Man Who Solved the Markets released late last year, and as enthusiasts looking for additional insights in the world of the secretive hedge fund that Renaissance Technologies (Rentec) is, we were quick to grab a copy.

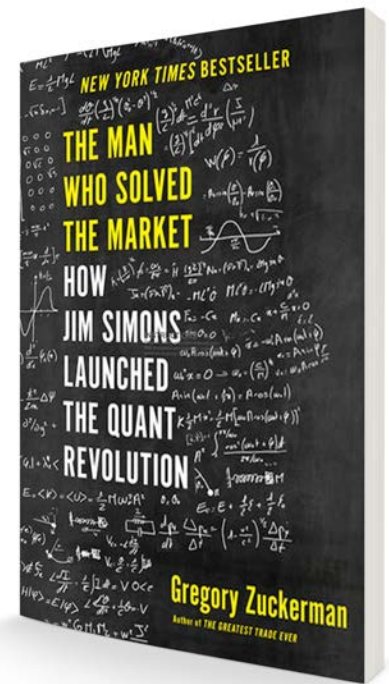
The book is an extremely easy read, and also suitable as a nice holiday present. The book is filled with interesting anecdotes on how even the smartest of mathematicians found initial quant-based investing approach unnatural. Jim Simons is "the man who solved the market". We also learn more on the behind the scenes contribution of his comrade Robert Mercer's to Donald Trump's election in 2016.

We are sharing some of the takeaways more relevant to the quantitative approach to investing which brought Renaissance the success.

- **No substitute for smart people** – The biggest skill of Jim was the ability to hire the best. While Jim is a great mathematician, his main contribution to Renaissance was getting the smartest people on board – and it was far from easy, it took him more than a decade. The book could as well be named The man who learned how to build a team.
- **Financial knowledge is optional** – A big difference between Renaissance and other quant funds is that their team consists of scientists and information theory experts, not MBAs. With little finance background, they treat financial data like the other data they have played with. An embarrassing scene happened when Mercer was asked how they made so much money with their models. He replied that "sometimes it tells us to buy Chrysler, sometimes it tells us to sell." This was when Chrysler was no longer trading after having been acquired!
- **Rationalizing the model's predictions is secondary** – A side effect of hiring scientists and not economists was that they care more about how statistically significant the trading anomalies are than how explainable they can be. As such,

they dare to trade non-intuitive anomalies that are hard to understand.

- **A single trading system** – Instead of creating a unique trading model for every asset class, Rentec felt that one big model for all asset classes would let them leverage the huge swathes of data they had collected and model correlations between different asset classes. This allows future ideas to be added on easily as the model already has an implicit understanding of market movements. This approach is similar to how people are using transfer learning in the field of neural networks.
- **Industrial grade coding is crucial** – Mercer and Brown, with their years of coding big systems at IBM, built a single dynamic trading system. As we enter an era where "anyone can do machine learning in 4 lines of code", it's good to remember that industrial-grade coding skills is crucial to ensure production-ready systems.
- **"There is no data like more data"** – in the words of Mercer. We are seeing that revolution play out now with the abundance of the so called alternate data.
- **Trade your edges to its capacity** – People have wondered why competitors have not caught up or replicated Renaissance's success yet, and one possible reason is that once they find an edge, they trade it to its maximum capacity, such that the anomaly no longer appears.
- **Trust your model with caution** – In 1998, a much bigger quant fund at the time, Long Term Capital Management, went bust due to their unwavering confidence in their models, making them double down even when they were facing losses that were supposed to be near-impossible. In Renaissance, their system conservatively



Auteur: Gregory Zuckerman  
 Uitgever: Portfolio  
 ISBN: 978-0735217980

cuts positions when the signal is not working.

- **Longer term anomalies are harder to profit from** – The Medallion Fund trades mostly short term anomalies, and leave the longer term strategies for the funds they open to outsiders – these funds, while competitive, have not managed to replicate the success of Medallion,
- **Even the best have their weak moments** – Many parts of the story describe how Jim acts emotionally to market moves and news, which is really not what we expect of him. This shows how hard it is to keep your cool even when you are the greatest quant.

As the author states – "Investors tend to focus on the most basic forces, but there are dozens of factors, perhaps whole dimensions of them, that are missed". From the experience of Renaissance it is clear that beating the markets with machines, while possible, is far from easy. The takeaway from the story of the man who solved the market is that perseverance in your belief and getting the right team remain the key.

## COMMISSIES/VOORZITTERS 2020

### Bestuur van de Vereniging

Melinda Rook MSc RBA MBA, voorzitter  
Jeroen Bos CAIA, CFA, vicevoorzitter  
Cees Harm van den Berg CFA, penningmeester  
Drs. Gerben Jorritsma RBA  
Dr. Ivo Kuiper CFA  
Alex Morozov CFA  
Ir. Anisa Salomons  
Vincent Stap CFA

### Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter

### Financiële commissie

Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter

### Programmacommissie

Drs. Okko Rabeling RBA, voorzitter

### Commissie Asset & Liability Management

Drs. Eric Mathijssen, voorzitter

### Commissie Risk Management

Dr. Bob Out, voorzitter

### Commissie Verantwoord Beleggen

Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter

### Commissie Private Equity

Drs. Lodewijk van Pol, voorzitter

### Commissie Tactische Asset Allocatie

Eelco Ubbels RBA, voorzitter

### Commissie Vastgoed

Ruben van der Lecq BBA, voorzitter

### Commissie Private Banking

Mr. Hans Volberda MM, voorzitter

### Commissie Technische Analyse

Juus de Kempnaer, voorzitter

### Commissie Investment Performance Measurement

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI, voorzitter

### Commissie Behavioral Economics

Drs. Erik Aalbers RBA, voorzitter

### Commissie Ethiek en Integriteit

Mr. Drs. Vandana Doekhie, voorzitter

### Commissie Actief Beheer

Koen Ronda CFA, voorzitter

### Career Management

vacature

### Education Committee

Raphie Hayat CFA, voorzitter

### CFA Institute Research Challenge

Alex Morozov CFA, voorzitter

### European Quant Awards

Bob Jansen CFA, voorzitter

### Women in Investment Management

Sylvia van de Kamp RBA, voorzitter

### Advocacy Committee

Gerben Jorritsma RBA

### CFA Society VBA Netherlands

### vertegenwoordiging in

### Regional Investment Performance

### Subcommittee EMEA

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI

### CFA Society VBA 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

### Curatorium VU-VBA Opleiding Investment Management

Prof. Dr. Theo van der Nat (voorzitter 'ad interim')

### CFA Society VBA Netherlands

### vertegenwoordiging in de Raad voor de

### Jaarverslaggeving

Drs. Hikmet Sevdican RBA

### Seniorenconvent

Jacques van den Berg RBA, voorzitter

### Commissie ter beheer van VBA reserves

Jens van Egmond MSc RMFI CFA

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

## COLOFON

### VBA Journaal

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

### Hoofdredacteur

Dr. ir. Gerben de Zwart CFA

### Adjunct Hoofdredacteur

Vacature

### Redactie

Ramon Balje CFA  
Drs. dr. ir. David van Bragt RBA  
Drs. Mark Geene RBA RMFI  
Dr. Dirk Gerritsen  
Dr. Jan Jaap Hazenberg RBA  
Dr. Roy Hoevenaars  
Mr. Drs. Manon Hosemann  
Ronald Kok MSc RBA  
Frederik Mannaerts CFA  
Sander Nooij CFA  
Drs. Michel Wetser RBA

### Auteursinstructie

zie: [www.cfavba.nl](http://www.cfavba.nl)

### Fotografie en illustraties

Cor Salverius fotografie  
Max Kisman

### Redactieadres & opgave advertenties

CFA Society VBA Netherlands –  
Irma Willemsen  
telefoon: 020 - 299 6590  
e-mail: [irma.willemsen@cfavba.nl](mailto:irma.willemsen@cfavba.nl)

### Abonnementen

CFA Society VBA Netherlands  
Professor J.H. Bavincklaan 7  
1183 AT Amstelveen  
telefoon: 020 - 299 6590  
e-mail: [irma.willemsen@cfavba.nl](mailto:irma.willemsen@cfavba.nl)  
Abonnementenprijs 2020:  
€ 53 inclusief btw en verzendkosten

### Opmaak en realisatie



az grafisch serviceburo bv,  
Den Haag. [www.az-gsb.nl](http://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 © 2020  
CFA Society VBA Netherlands

