




Zondagmiddag, de regen tikt onophoudelijk tegen de ramen, de winter zet niet door en het wachten op 'warmere' tijden is een utopie geworden. Op een dag als deze merk je dat je geen schijn van kans hebt...; de dames in huize Kramer hebben hun jachtterrein ontdekt en delen de bevelen voor het verder opschonen van het huis uit. Het is mijn hoop dat u een parallel kunt ontdekken met de eerste zes weken van het nieuwe jaar: ook wel het Chinese nieuwe jaar van de Aap genoemd. Het jaar van de Aap staat gelijk aan beweging en disharmonie en dat is exact wat ik op deze zondag meemaak en wat wij allen hebben gezien in de eerste zes weken van 2016.

Een aantal feiten:

- De MSCI Europe index is 15% gedaald ten opzichte van de laatste keer dat ik een oliebol at.
- De 30-jaars Euro swaprente ligt, na mijn laatste glas champagne, liefst 55 basispunten lager op 1,05%. De Duitse 10-jaars swaprente is eveneens fors (45 basispunten) onderuit gegaan. Amerika 10-jaars 60 basispunten zuidwaarts en Japan 10-jaars overschrijdt de bull-lijn naar het negatieve.

Een aantal oorzaken:

- De lage olieprijs als gevolg van overproductie dreigen een besmetting te gaan vormen voor andere sectoren.
- De kapitaalvlucht uit China houdt aan. China verbrandt in hoog temp zijn valutas reserves om de munt te stabiliseren.
- Sommige cijfers lijken te wijzen op een haperende groei van de Amerikaanse economie. Steeds meer wordt geschreven over het R-woord (recessie).
- De inflatie in de VS valt ook laag uit, wat tot nieuwe onzekerheid leidt over de renteverhogingen van de FED in 2016. Voorlopig niet verder verhogen.....!?
- Bank of Japan verraste de markt met negatieve rente op de (extra) deposito's die banken aanhouden bij de centrale bank.

- In Europa spelen nog enkele specifieke problemen: de nieuwe regering in Portugal vaart meer een eigen koers en laat zich minder leiden door de dictaten uit Brussel. In Griekenland is weer enige onrust over de te volgen koers, met grote demonstraties in de straten van Athene. En in Italië spelen de slechte leningen van haar banken op. Het herstructureren ervan gaat waarschijnlijk gepaard met de nodige verliezen voor beleggers.

#### Impact op institutionele beleggers

Dekkingsgraden en solvabiliteitsratio's hebben de trend zuidwaarts voortgezet, waardoor er serieus gekeken dient te worden naar het korten van opgebouwde rechten (bij pensioenfondsen) en naar de balanspositie van verzekeraars (het aandeel van bijvoorbeeld Delta Lloyd is ruim 25% gedaald over de afgelopen zes weken). De gestegen levensverwachting, de historisch lage rente en de mineur op de aandelenmarkten lijken een 'perfect storm' te creëren. Hoe dit te communiceren? Openheid en transparantie dienen voorop te staan, maar dit leidt direct tot onrust. Als ik door de commentaren en ingezonden brieven heen blader van financiële websites over het eventueel korten van de opgebouwde pensioenrechten, kom ik daar in 9 van de 10 gevallen een vijandige boodschap tegen. Nog immer is er veel onbegrip en onwetendheid over de ontstane situatie.

Wellicht ziet u mij als een plaat die blijft hangen, maar ik blijf pleiten voor het opnemen van het vak financiële planning (o.a. pensioen) in de laatste groepen van de lagere school en als verplicht vak op de middelbare school. Anders blijven we onnodige discussies houden over ontstane situaties, zonder daarbij de oorzaken en oplossingen te benoemen.

Het jaar van de Aap gaat dit keer poot-in-poot met de elementen vuur en metaal. Het vuurelement zal de beurzen weer aanzwengelen en de financiële markten weer doen opleven, vooral in het voorjaar en de zomer. Durf en onconventionele oplossingen zullen worden beloofd, want de Aap wordt beschouwd als een creatieve probleemplosser die het onmogelijke mogelijk maakt.

Denkend aan het jaar van de Aap komt gelijk het vergelijk met Donald Trump bij mij op. Als de voorjaar en zomer voorbij zijn, wacht ons een 'heet' najaar: de Amerikaanse verkiezingen en een eventuele Brexit. Mijn Amerikaanse collega's zien met verbazing het ontstane populisme van deze blonde 'kuifparkiet'. Vanuit het populisme redenerend zien zij zeker mogelijkheden voor de bouw van een Trump Tower op de locatie van het Witte Huis. Ik merk echter dat de persoonlijke gesprekken meer neigen naar een onafhankelijke kandidaat. De hoop is dat Michael Bloomberg de controversie tussen de Republikeinen (Trump) en de Democraten (Clinton) zal slechten en het land een kandidaat president zal schenken die er voor iedereen is.

Wij blijven de komende periode frequent contact met u houden. Daar waar wij onze bijdrage kunnen leveren aan uw communicatie naar de achterban, zullen wij niet nalaten dat te doen. Wij wensen u veel wijsheid, daad- en communicatiekracht toe de komende periode.

Gong Hey Fat Choy!




## Emerging Markets Debt: recente ontwikkelingen in perspectief

De laatste ontwikkelingen in obligatieleningen uit de opkomende markten (vaak kortweg EMD genoemd) zijn turbulent te noemen. Gedreven door lage olieprijsen, kwakke economische groei en geopolitieke onzekerheid zijn rentespreads inmiddels tot post-Lehman records gestegen.

We willen de gebeurtenissen in perspectief plaatsen en ons buigen over de vragen die zich als gevolg van de recente internationale ontwikkelingen aandienen:

- Welke kansen liggen er bij obligaties opkomende markten? Wat zijn de bedreigingen?
- Werken factoren op het gebied van milieu, maatschappij en corporate governance door in obligaties opkomende markten?

### Kansen en bedreigingen

De opkomende markten zien zich op dit moment geconfronteerd met tegenwind en de fundamentele omstandigheden zijn lastig. Historisch gezien zijn de waarderingen echter goedkoop te noemen. Bovendien laat de verhouding vraag/aanbod zich gunstig aanzien, doordat de uitgifte van obligaties opkomende markten per saldo negatief is.

 Spreadontwikkeling

### Kans: risicopremie

De meest zichtbare kans in obligaties opkomende markten is de rendementsopslag die op dit moment wordt betaald: 6.7% voor de J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index (EMBI GD per februari 2016) en bijna 5% voor de investment grade evenknie van deze index. Dat ligt boven wat er voor de meeste staatsobligaties in euro's en dollars wordt aangeboden, of voor investment grade bedrijfsobligaties. Met een gemiddelde kredietbeoordeling van Baa3/BB+ (Moody's/S&P, EMBI GD Index) kan EMD nog altijd als minder riskant gezien worden dan high-yield-leningen. Het niveau van de spreads is tevens aantrekkelijk: met investment grade EMD valt een gunstige premie boven ander vastrentend papier te verdienen.

### Bedreiging: vertraging internationale handel

Veel opkomende markten zijn voor de financiering van de import en de afbetaling van externe schulden afhankelijk van een bepaalde toevoer buitenlandse deviezen, hoofdzakelijk Amerikaanse dollars. De groei van de internationale handel stagneert al sinds de periode 2011-2012 en internationale handel begint de laatste tijd zelfs te krimpen.

De export uit Latijns-Amerika, Afrika, Centraal- en Oost-Europa is in 2015 met circa 15% gedaald. Alleen Azië groeit nog, zij het in een bescheiden tempo. Deze vertraging van de handel zet de lopende rekening van de exporterende landen onder druk en draagt bij aan de waardedaling van de valuta's. Die zwakkere munt maakt op zijn beurt de import duurder en zet de economische groei, door het ontstaan van tekorten, onder druk. Tegelijkertijd wordt het duurder om schulden in buitenlandse valuta's af te lossen en stijgt de verhouding schuld/bbp.

### Kans: diversiteit

De opkomende markten zijn uitermate divers. Dat betekent talloze beleggingskansen en zeer veel ruimte voor diversificatie. Op basis van de meest gebruikte serie indices (de EMBI-serie van J.P. Morgan) zijn er nu 63 landen, 130 emittenten en 498 instrumenten om uit te kiezen (dat wil zeggen, staats- en semi-staatsobligaties, met een rating van AA tot C). Rekenen we ook de bedrijfsobligaties uit de opkomende landen mee, dan stijgt het aantal emittenten (met rating AAA tot C) naar bijna 700.



Een illustratie van deze diversiteit (en van een aannemelijke beleggingspropositie): als we de ontwikkeling van de kredietsituatie tussen Turkije en Mexico naast elkaar leggen (zie grafiek), dan zien we dat Mexico in het begin van de jaren 2000 bij het groeiniveau van Turkije achterbleef. Voor een deel was die sterke groei van Turkije echter te danken aan een toenemende afhankelijkheid van buitenlandse leningen, waardoor de externe schuldpositie stevig is toegenomen. Na 2008 vertraagde de groei en werd Turkije nog afhankelijker van externe financiering. Mexico noteert daarentegen een consequente economische groei zonder een significante toename van de buitenlandse schulden. Zoals de grafiek ook toont, is de huidige situatie in Mexico een stuk gunstiger dan in Turkije.

 **Bbp en groei externe schuld Turkije en Mexico**

**Bedreiging: omgeving van stijgende obligatierentes**

Eén bedreiging voor obligaties opkomende markten die zich in de nabije toekomst zou kunnen aandienen, is een stijging van de Amerikaanse risicovrije rente. Hoewel de volatiliteit op de financiële markten in het nieuwe jaar de Fed er van zou kunnen weerhouden zich aan de aangekondigde planning voor renteverhoging te houden, blijft dit een risico voor opkomende markten.

Dit is een risico omdat veel opkomende markten lenen in harde valuta's (vooral in Amerikaanse dollars) en er daardoor sprake is van een 'mismatch' tussen opbrengsten (belastingen zijn immers veelal in lokale valuta) en verplichtingen. Dat betekent dat die landen een valutarisico lopen.

De dalende waarde van de lokale valuta's en de mismatch tussen opbrengsten en verplichtingen vormen een bedreiging voor landen met een grote buitenlandse schuld, zoals de vijf landen die in 2013 door Morgan Stanley als de 'Fragile Five' werden aangeduid (al doet India het relatief goed).

**Milieu, maatschappij en corporate governance (ESG)**

Of een land in staat en bereid is om schulden af te lossen, wordt veelal bepaald door de politieke situatie, de kwaliteit van de instellingen in een land en de sociale stabiliteit. Milieuproblemen kunnen eveneens de groeivoorzichten en begrotingspositie van een land veranderen. Risico's en kansen op het gebied van milieu, maatschappij en corporate governance ('ESG') spelen een belangrijke rol in de opkomende markten en kunnen een belangrijk effect hebben op de waarderingen van beleggingen.

Het EMD-team van BMO Global Asset Management is doordrongen van het belang van ESG. We hanteren een formeel proces waarin we het duurzaamheidsonderzoek van ons Governance & Sustainable Investment (GSI-) team en onze dataleveranciers meenemen. En we gebruiken ons eigen ESG-model om de duurzaamheidsscores van de verschillende landen door de tijd heen te volgen en onderling te vergelijken.

Aan de hand van die gegevens analyseren en onderzoeken wij de herkomst van een lage (of hoge) ESG-score en bepalen we of de risicopremie de ESG-risico's voldoende compenseert. Verder houden we rekening met de ontwikkeling van de score en vergelijken we landen zowel onderling als met de groep met dezelfde rating.

Onderstaande grafiek illustreert ons ESG-trackinginstrument. De input daarvoor is afkomstig van ons eigen GSI-team, de Wereldbank, Transparency International, Yale, Freedom House en MSCI.

 **ESG-trackinginstrument**

Zo komt Brazilië vanuit ESG-perspectief niet goed uit de verf. Onze zorgen worden op pagina 8 in deze Novum in detail verwoord.





## De relevantie van Duurzame Ontwikkelingsdoelstellingen

September 2015 introduceerde de Verenigde Naties (VN) 17 nieuwe doelstellingen voor een duurzame ontwikkeling van de wereld tot 2030. Deze doelstellingen vervangen de 8 VN-millenniumdoelstellingen die tussen 2000 en 2015 van kracht waren. Maar hoe relevant zijn die 17 nieuwe doelstellingen voor beleggers?

Als onderdeel van de bepaling van de engagementagenda voor 2016 en de vooruitblik naar de komende jaren is het belangrijk dat we ons rekenschap geven van de mate waarin de gekozen duurzaamheidsthema's samenhangen met de beleggingsrisico's en -kansen op de lange termijn.

De mate waarin de gegevens over milieu, maatschappij en corporate governance (ESG) voorhanden zijn, alsook de kwaliteit van die gegevens, is de afgelopen paar jaar sterk verbeterd. Datzelfde geldt voor de portefeuilleanalyse die op die gegevens kan worden losgelaten. Toch heeft een dergelijke op gegevens gebaseerde analytische aanpak zo zijn beperkingen, zeker als die gegevens vooral van externe leveranciers afkomstig zijn.

### Resultaten uit het verleden...

Gegevens gaan altijd over zaken in het verleden. Bovendien worden analyses meestal uitgevoerd op basis van eerder vastgestelde categorieën, waarin nieuwe problemen zich moeilijk laten vangen. Door die informatie en analyse te interpreteren, zetten ervaren ESG-analisten vraagtekens bij die categorieën en signaleren ze nieuwe thema's.





# novum

Alleen op de ervaring van analisten varen heeft echter ook een keerzijde. Bij de keuze voor de speerpunten voor engagement van het komende jaar is het soms al te makkelijk om terug te vallen op lopende dialogen over duurzaamheidskwesities, zonder je te richten op nieuwe thema's.

### Rol voor beleggers en bedrijven

De in september 2015 geïntroduceerde internationale duurzame ontwikkelingsdoelstellingen van de Verenigde Naties (Sustainable Development Goals of SDG's) vormen een interessante achtergrond om onze vaak langlopende ESG-thema's tegen af te zetten. Die [SDG's bestaan uit een 17-tal internationale ontwikkelingsprioriteiten](#) en -ambities die moeten leiden tot een vereende inspanning om bepaalde belangrijke problemen op te lossen, bijvoorbeeld dat er een einde moet komen aan armoede, dat de ongelijkheid minder moet en dat ieder mens toegang moet hebben tot water, hygiëne en onderwijs. Ten opzichte van de acht Millennium Development Goals uit het jaar 2000 vertegenwoordigen deze SDG's een belangrijke ontwikkeling: er wordt duidelijker onderkend dat er bij de realisatie van die doelstellingen ook voor bedrijven een rol is weggelegd.

De fatale fout is volgens critici de enorme en ambitieuze reikwijdte van de SDG's. Wij vinden die kritiek terecht: er zijn maar liefst 169 streefdoelen, onderverdeeld in 17 overkoepelende doelstellingen. Bijna alles zit er in, tot verstedelijking, infrastructuur en duurzaam toerisme aan toe. Die enorme hoeveelheid speciale aandachtgebieden, zo luidt de redenering, leidt alleen maar af van kernzaken als armoedereductie.

Het gevolg is dat ondernemingen en beleggers bij de communicatie van de duurzaamheidsstrategie steeds vaker naar het SDG-kader verwijzen. Het gaat dan vaak om bekende duurzaamheidscategorieën als klimaatrisico's of arbeidsomstandigheden. Eigenlijk allemaal thema's die al jaren tot de kern van ons engagementprogramma behoren. Die nadruk is niet verrassend gezien de consensus die er over de relevantie van deze onderwerpen onder beleggers is gegroeid. Maar hoe relevant is die bredere verzameling SDG's eigenlijk voor beleggers?

Op de bres voor de SDG's staan weer anderen, die erop wijzen dat die doelstellingen de uitkomst zijn van een daadwerkelijk inclusief overlegproces met alle belanghebbenden. Dat de uitkomsten zo complex zijn, is terecht: armoede aanpakken is een complex probleem, met wortels in structurele systemen van ongelijkheid, onrecht en zwak bestuur.

Voor beleggers zijn de SDG's dus geen makkelijke wegenkaart om snel even mogelijke duurzaamheidsthema's op te zoeken. Prioriteiten als klimaatverandering of schoon water meenemen bij de beleggingsafwegingen klinkt als een goed begin. Het wordt minder makkelijk bij minder afgebakende doelstellingen als voedselveiligheid en de bescherming van de biodiversiteit; hiermee is een bepaalde uitruil gemoeid, die lastiger in een duurzaamheidsstrategie past. Wil men dergelijke doelstellingen in een gangbare economische analyse vatten, dan zullen ook dergelijke tegenstrijdigheden en wisselwerkingen een plek moeten krijgen.

Ondanks de zwakke punten bieden de SDG's toch een nuttig raamwerk voor het denken over ESG-onderwerpen in de toekomst. Die SDG's zijn een weerslag van uiteenlopende maatschappelijke doelstellingen. In veel gevallen gaan ze dan ook verder dan de gebruikelijke maatstaven voor economische vooruitgang en zijn ze eerder een bredere maatstaf voor welvaart en vermogen. Hoewel veel van die maatstaven vaag blijven en niet goed gedefinieerd zijn, bieden ze toch concepten die aanspreken. Beleggers kunnen daarmee de veranderende dynamiek van de economische ontwikkeling bestuderen, alsook de effecten van langetermijntrends in ESG op het wereldwijde beleggingslandschap.



## Brexit: wat als Groot-Brittannië uit de EU stapt?!

Na enkele dagen druk overleg in Downing Street 10 kwamen Premier David Cameron en de voorzitter van de Europese Raad, Donald Tusk op 2 februari jl. naar buiten met een onderhandelingsvoorstel. Dit moet de basis vormen voor de onderhandelingen tijdens de EU-top van regeringsleiders op 18 en 19 februari a.s.

Premier Cameron wil voor Groot-Brittannië een aantal zaken regelen, zodat hij met overtuiging een 'stay'-campagne kan voeren. De Britten willen o.a. regelen dat werknemers uit andere EU-landen vier jaar lang geen of slechts beperkt aanspraak kunnen maken op sociale voorzieningen ('in-work benefits'), de eurolanden zouden geen beslissingen mogen nemen die nadelig zijn voor niet-eurolanden (denk aan het belang van 'the City') en nationale overheden moeten de mogelijkheid krijgen om wetgeving vanuit Brussel te blokkeren. Bovendien behoudt het VK zich het recht voor om zich te onttrekken aan verdere politieke integratie.

Al deze punten komen terug in het voorstel dat nu voorligt, maar op alle fronten lijkt Cameron flink water bij de wijn te moeten doen (of genoeg moet nemen met, vooralsnog, vaag geformuleerde afspraken). Hij heeft niettemin verklaard dat er een goed voorstel ligt. Het zal de VK een sterkere positie geven binnen de EU. De vraag is of de Britse kiezer hier ook zo over denkt. In ieder geval staat het onderwerp nu op het netvlies van alle beleggers. Elke peiling of reactie van een Europese regeringsleider zal met argusogen gevolgd worden. In de meest recente gaan de 'leave' voters aan de leiding, maar nog een flink deel van het electoraat heeft nog niet besloten wat ze zal kiezen.

### Consequenties in kaart

Maar wat betekent een eventuele 'Brexit' voor het VK, de EU en financiële markten? BMO Global Asset Management is van mening dat het een niet te verwaarlozen risico is. De impact van een 'Brexit' zal niet beperkt blijven tot het VK, maar zal ook binnen de Eurolanden (en zelfs erbuiten) zijn weerslag vinden. De politieke instabiliteit binnen de EU is al fors, denk maar aan de Oost-Europese landen die bij het immigranten thema lijnrecht tegenover Duitsland staan en zal hierdoor verder oplopen. In verschillende landen zijn EU-kritische partijen in opmars, zowel op de linker- als op de rechtervleugel. Zij zullen steeds meer hun stempel kunnen drukken op de politiek nu ze in sommige landen niet langer buiten coalities gehouden kunnen worden. Een succesvol referendum in de VK zal zeker aanleiding geven tot een roep voor een referendum in andere landen.

### Onzekerheid troef

Hoe een 'Brexit' voor de verschillende beleggingscategorieën precies gaat uitwerken, is uiterst onzeker. Een tijdelijke, flinke verzwakking van de economische groei in het VK en depreciatie van de pond, liggen natuurlijk erg voor de hand. Bovendien zal de onzekerheid over de situatie na de 'Brexit' zonder twijfel een negatieve invloed hebben op zakelijke waarden. Markten houden immers niet van onzekerheid. De obligaties van de zogenaamde kernlanden zullen als vluchthaven gaan dienen. De Duitse 10-jaars rente zal verder dalen. Maar hoe een en ander zich precies gaat voltrekken is omgeven met nog veel onzekerheden: hoe lang blijft het VK buitengesloten van de interne markt? Kan het VK snel en met succes handelsovereenkomsten afsluiten met de verschillende EU-landen?

Ook kijkend naar ESG-scores, lijken de vooruitzichten van Brazilië niet goed (zie pagina 2-3 in deze Novum).

Feit is wel dat het uit politiek opportunisme ontstane belofte voor een referendum lange tijd op de achtergrond heeft kunnen blijven, maar nu het eenmaal op de voorgrond is, zullen de risico's sneller openbaren dan algemeen verwacht. 18 februari is alvast een eerste 'risk event'.





## Consultatie herziening Corporate Governance Code

De in 2003 door de Commissie Tabaksblat geïntroduceerde Corporate Governance Code is van toepassing op Nederlandse beursvennootschappen en bevat principes en “best practice”-bepalingen voor de governance van beursvennootschappen en de verantwoording daarover richting aandeelhouders. Corporate governance is altijd in beweging. Van belang is dat de Code relevant en actueel blijft en daarom is 11 februari jl. een [consultatiedocument](#) gepubliceerd met een aantal voorstellen voor herziening van de Code.

### Uitgangspunten herziening

Het doel van de voorgestelde herzieningen is om actuele onderwerpen als lange termijn waardecreatie, risicobeheersing, cultuur, effectief bestuur en toezicht, beloningen en de relatie met aandeelhouders te adresseren. De blik van de Commissie is bij deze herziening gericht op de toekomst. Daarbij heeft de Commissie de lat hoog gelegd. Het ‘pas toe of leg uit’-principe biedt vennootschappen, net als voorheen, de ruimte om de Code na te leven door de principes en “best practice”-bepalingen toe te passen dan wel kwalitatief goede uitleg te geven waarom van een bepaling wordt afgeweken.

De voorstellen voor herziening kunnen worden samengevat in zeven thema's:

1. Meer focus op lange termijn waardecreatie
2. Versterken van risicomanagement
3. Nieuwe accenten in effectief bestuur en toezicht
4. Introductie van cultuur als expliciet onderdeel van corporate governance
5. Beloningen: opgeschoond en vereenvoudigd
6. Relatie met aandeelhouders
7. Verduidelijking van eisen aan de kwaliteit van de uitleg

De consultatieperiode van de voorstellen voor herziening van de Code duurt tot en met 6 april 2016. De Commissie streeft ernaar om met inachtneming van de reacties dit jaar nog een aangepaste Code vast te stellen en aan het kabinet te zenden met het verzoek om de aangepaste Code wettelijk te verankeren. De Code zou dan in werking kunnen treden vanaf 1 januari 2017.

### Onze visie op corporate governance en het bijzonder in Nederland

Corporate governance maakt een onlosmakelijk onderdeel uit van het engagement- en stembeleid van BMO Global Asset Management. Onze visie is samengevat in de [Algemene Richtlijnen Corporate Governance](#), waarvan 15 regionale richtlijnen zijn afgeleid die rekening houden met lokale normen en waarden.

In 2015 ging zo'n 40% van de onderwerpen die wij aansneden bij ondernemingen uit de aandelen- en bedrijfsobligatieportefeuille over corporate governance (inclusief bedrijfsethiek).

In Japan blijven de corporate-governancestandaarden achter bij andere landen, maar is door een recent geïntroduceerde lokale Corporate-Governancecode in het bijzonder verbetering te zien op het gebied van bestuursbenoemingen (meer externe bestuurders treden toe).

In Noord-Amerika blijft vooral het beloningsbeleid een punt van zorg. Binnen Europa domineerde nieuwe wet- en regelgeving in Frankrijk en Italië, waarbij dubbelstemrecht geïntroduceerd werd, waarbij het principe “One share, one vote” en het belang van minderheidsaandeelhouders in het gedrang komt.

Hoewel Nederlandse vennootschappen in vergelijking met andere markten een sterk corporate-governancebeleid voeren, is de uitgifte van niet-preferente aandelen een punt van zorg. In 60% van de voorstellen bij Nederlands beursgenoteerde bedrijven ten aanzien van de kapitaalstructuur is het advies van het management niet gesteund (de uitgifte van aandelen moet in principe beperkt blijven tot maximaal 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal op het moment van uitgifte).

De meeste Nederlandse bedrijven plaatsen remuneratie nu als een apart voorstel op de agenda van de aandeelhoudersvergadering. Desalniettemin waren de gestelde prestatie-eisen aan beloningen veelal ondermaats. 12% van alle stemmen tegen het advies van het management betrof dan ook dit onderwerp. De voornaamste kritiek heeft betrekking op het gebrek aan een transparante gestructureerde onderbouwing van het beloningsbeleid voor topmanagers (inclusief ambitieuze vooraf opgestelde prestatiedoelstellingen) ter bevordering van de bedrijfsprestaties en de aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

Omdat Nederland steeds populairder wordt als vestigingsland voor buitenlandse bedrijven, is een herziening van de Code gepast. Wij zullen (ook via Eumedion) input leveren op de consultatie en vooruitlopend op de herziene Code de situatie bij Nederlandse bedrijven in de rapportages uitlichten.



## Brazilië ligt onder vuur...

Het ontsteken van de Olympische vlam in Rio deze zomer, zou voor Brazilië wel eens het eerste (en enige?) lichtpuntje kunnen zijn in 2016. Het land dat jarenlang onderdeel was van het succesverhaal BRIC's. Het zou samen met Rusland, India en China ervoor zorgen dat de wereldwijde economische groei hoog zou blijven.

Als 7e economie ter wereld - in koopkracht gemeten - was het een economie om rekening mee te houden. Maar enkele jaren na de hoogtijdagen is van de mooie vooruitzichten voor Brazilië bitter weinig over. Het land gaat zijn tweede recessie jaar in; na een krimp in 2015 van naar verwachting 3.7%, ligt een krimp van 2.8% in het verschiep voor 2016. Het land had zich van dit Olympische jaar duidelijk een andere voorstelling gemaakt. Toen het zich kandidaat stelde in 2007 groeide het met een gezonde 6% en na een milde recessie in 2009 wist het zich goed te herpakken in 2010, toen het met ruim 7.5% groeide. Maar snel daarna begonnen de problemen zich op te stapelen.


### Negatieve invloeden


Het land kenmerkt zich de afgelopen jaren door een mix van hoge werkloosheid, grote overheidstekorten en forse inflatie. Voeg hier een recessie bij en je hebt een dodelijke mix voor stagnatie. De hoge inflatie maakt het immers onmogelijk om een ruim monetair beleid te voeren, de Braziliaanse munt zou hierdoor te veel onder druk komen staan. Maar een ongeluk komt nooit alleen; net nu Brazilië meer dan ooit sterk leiderschap nodig heeft, om in het land de broodnodige hervormingen door te voeren, verkeert het land in een politieke crisis. President Dilma Rousseff, in 2014 nog herkozen met een minieme meerderheid, staat volop in de schijnwerpers bij een zeer omvangrijk fraude- en corruptieschandaal.

Staatsoliebedrijf Petrobras is spil in het schandaal, maar het blijft daar niet toe beperkt. De steekpenningen vloeiden tot diep in het politieke hart van het land. Een afzettingsprocedure tegen de president is in voorbereiding, ze zat in de directie van Petrobras ten tijde van de fraude. De politiek is hierdoor ernstig verlamd en de broodnodige hervormingen zullen op de lange baan geschoven worden. Dit was dan ook een belangrijke reden voor zowel Fitch als Standard & Poor's om de [kredietwaardigheid van Brazilië te verlagen tot "junk"](#).

### Engagement Petrobras

Petrobras was in 2015 één van de prioriteiten voor engagement. Ons Governance & Sustainable Investment team heeft negen keer contact gehad op bestuursniveau om een flink aantal governance-issues (mede als gevolg van het corruptieschandaal) aan de kaak te stellen. Dit heeft tot de volgende twee resultaten ('milestones') geleid:

 **Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras)**  
Milestone rating: ★

 **Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras)**  
Milestone rating: ★★

### Vooruitzichten

BMO Global Asset Management is niet positief over Brazilië; het land zit in een positie waar het niet gemakkelijk uit kan komen. Het overheidstekort is nauwelijks effectief aan te pakken, veel uitgaven zijn simpelweg beschermd door (grond-)wetten en bovendien zijn te veel toezeggingen gedaan aan de armere bevolking (een belangrijk deel van het electoraat). Ruimer monetair beleid om de economie te stimuleren is niet mogelijk zonder dat de Braziliaanse Real onderuitgaat en het zou bedrijven die in dollars hebben geleend het mes verder op de keel zetten. Ofschoon het land niet eenzijdig afhankelijk is van de grondstoffenexport, vormt het wel een belangrijke bron van inkomsten. De winsten van deze bedrijven staan onder grote druk.

Wat de consequenties van zika-virus gaan zijn, is nog onduidelijk, maar het is een extra risico bovenop een toch al gehavend land.

Ook kijkend naar ESG-scores, lijken de vooruitzichten van Brazilië niet goed (zie pagina 2-3 in deze Novum).


Wellicht dat de Olympische Spelen voor Brazilië een mooi moment zijn om de zorgen achter zich te laten en de glorie van weleer te laten herleven, maar wij zijn hier helaas niet gerust op.







## in de pers

### BMO GLOBAL ASSET MANAGEMENT


 BMO Global Asset Management stelt zich voor (53 KB – PDF)


 Partnership management zorgt voor betere taakverdeling (213 KB – PDF)

### DYNAMISCH BALANSBEHEER

 BMO Global Asset Management bolsters LDI-team (81 KB – PDF)

### SPECIALISTISCHE PRODUCTEN

 London Stock Exchange welcomes BMO Global Asset Management (124 KB – PDF)

 Het is mooi geweest met de Shiller ratio (975 KB – PDF)

### Sfeerimpressie:

Het allesomvattende Bond-seminar 6 november 2015



### Sfeerimpressie:

Captains Dinner 19 november 2015



De in dit document weergegeven informatie was bij ons bekend op 15 februari 2016, tenzij anders vermeld. Dit document is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers en dient niet te worden verstrekt aan niet-professionele beleggers. De informatie die verschaft wordt in dit document is alleen bedoeld ter informatie en dient niet te worden beschouwd als enige vorm van advies aan de ontvanger of lezer waar deze op mag of kan vertrouwen bij het nemen van beslissingen over het doen van investeringen, beleggingen of het aangaan van beleggingsovereenkomsten, noch betreft dit een aanbod om dergelijke transacties aan te gaan. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kunnen fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen. Investeerdere dienen niet over te gaan tot het beleggen in financiële instrumenten indien zij niet bereid zijn om de risico's die hiermee gepaard kunnen gaan te accepteren. Dit document wordt uitgegeven door BMO Global Asset Management, een handelsnaam van F&C Netherlands B.V., in Nederland gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). © 2016 BMO Global Asset Management. Alle rechten voorbehouden. CM08042 02/16

## AGENDA

### MAART

15-03-2016 – Consultant diner  
22-03-2016 – Opleidingsdag (diverse modules)

### JUNI

15-06-2016 – Opleidingsdag (duurzaam beleggen)

### JULI

05-07-2016 – Duurzaam seminar & Zomerborrel

### SEPTEMBER

15-09-2015 – Opleidingsdag (wet- en regelgeving)




### OKTOBER

04-10-2016 – Macro-economisch seminar

### DECEMBER

01-12-2016 – Opleidingsdag (onderwerp n.t.b.)

## Contact

 020-582 3000  [bmogam.nl](http://bmogam.nl)  [infoln@bmogam.com](mailto:infoln@bmogam.com)