

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

BANKEN MOETEN MEER CONCURRENTIE KRIJGEN

Prof. dr. Casper de Vries,
Raadslid WRR

OPDELEN GROTE TECHBEDRIJVEN KWESTIE VAN TIJD

Parmy Olson, Bloomberg

DE OPKOMST VAN DE EUROPESE ASSET SERVICE PROVIDER

Mark Schilstra, BNP Paribas Securities Services



RONDE TAFEL
Direct Lending



**WHILE
THEY'RE
TALKING
WE'RE
DIGGING**

**HELP MEE OM DE
AARDE AF TE KOELEN
VERGROEN 124M²
VOOR MAAR 8 EURO**



JUSTDIGGIT

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Amesz, Joost van Mierlo, Daan Nijssen,
 Jan Jaap Ormlee, Michiel Pekelharing, Lies van
 Rijssen en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

Randy Caenen
 Michiel Cleij
 Evalinde Eelens
 Jack Julicher
 Philip Menco
 Marthe Tuinstra
 Josephine van der Vossen
 Marc Vijver

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Xander van den Biggelaar, Sven Bozuwa, Axel Cabrol, Yves Choueifaty, Jeremy Cunningham, Ralph van Daalen, Charlotte Daelemans, Han Dieperink, Menno van den Elsaker, Tristan Froidure, Damien Gardes, Don Gerritsen, Rupert Gill, Jeroen de Grunt, Boris Harmsen, Vicky van Heck, Paul Henriot, Jordy Hermanns, Jaap Hoek, Michel Iglesias del Sol, Thijs Jochems, Jack Julicher, Marieke van Kamp, Teoman Kaplan, Cyrus Korat, Ulrike Kostense, Nienke Kuppens, Bert Leffers, Vincent Lemaître, Erik Leseman, Arthur van Mansvelt, Stuart Mathieson, Holly Murnieks, Judith Norbart, Parmy Olson, Michel van Oostvoorn, Sarah Peasey, Florent del Picchia, Joost van der Poel, Mattis Poetter, Robert-Alexandre Poujade, Nicolas Racaud, Raman Rajagopal, Dan Riches, Pieter Rop, Doug Rowlands, James Sackett, Jorg Sallaerts, Roelof Salomons, Richard Sanders, Markus Schaan, Mark Schilstra, Bert Schoen, Mikkel Sckerl, Petra Stassen, Maurice Stieger, Viktor Stunnenberg, Luc Toren, Reinout van Tuyl, Florian Ueltzhöfer, Caspar Vlaar, Casper de Vries, Danny Vroegop, Axel Wehtje, Mark van der Wekken en Jessica Zarzycki

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Joep van Drunen Fotografie
 Kees Rijken Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

Financial Investigator Publishers B.V.
info@financialinvestigator.nl

ABONNEMENTEN

Financial Investigator wordt via controlled circulation uitsluitend verspreid onder professionele beleggers. Lezers die tot de doelgroep behoren waar Financial Investigator zich op richt, kunnen het magazine of de PDF van het magazine zonder kosten toegezonden krijgen. U kunt zich zowel aanmelden als afmelden via onze website www.financialinvestigator.nl. Voor verzending naar het buitenland brengen wij portokosten in rekening. Neem voor meer informatie contact met ons op via info@financialinvestigator.nl

DISCLAIMER De inhoud van Financial Investigator dient enkel ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoerd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën, opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Optimisme als katalysator

In de eerste negen maanden van het jaar hebben aandelenbeleggers bovengemiddelde rendementen behaald dankzij dalende rentes en stijgende winsten. Waar de beurs in de eerste helft van het jaar een stijgende lijn vertoonde, ontstonden er in het derde kwartaal twijfels over de economische groei in de VS. Deze zorgen bleken grotendeels onterecht.

In september verlaagde de Amerikaanse centrale bank voor het eerst sinds 2020 de rente, en wel met een half procent. Die actie duidt op een reeks toekomstige renteverlagingen. Ook in Europa is de rente al twee keer verlaagd, mede dankzij een dalende inflatie. De Europese economie, met name die in Duitsland en Frankrijk, kampt met tegenwind, vooral door hogere energieprijzen en sterke concurrentie uit Japan en China. De Aziatische markten, met name China, presteerden verrassend goed dankzij stimuleringsmaatregelen. Van de markten daar heeft de Chinese aandelenmarkt over de eerste negen maanden van dit jaar het beste presteerd.



Het belangrijkste aandachtspunt voor het vierde kwartaal is de uitkomst van de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Na de verkiezingen kan de zekerheid hierover leiden tot stijgende koersen op de markten. Het optimisme over alternatieve en private markten lijkt bovendien nog wel even aan te houden.

Dit optimisme over private markten komt in deze editie uitgebreid aan bod. De lage rendementen in de jaren '10 hebben de groei van private markets aanzienlijk gestimuleerd. Deze periode bracht ook nieuwe asset classes naar voren die institutionele beleggers kansen boden om aantrekkelijke rendementen te behalen in combinatie met diversificatie, waaronder 'direct lending' en 'infra en real estate debt'. Reden genoeg om juist over deze asset classes twee ronde tafels te organiseren, waarbij de deelnemers zich enthousiast uitlieten over de toekomstperspectieven en de mogelijkheden om juist daarmee vanuit ESG-perspectief het verschil te maken.

In deze uitgave kijken we ook naar de ontwikkelingen rond AI en de macht van grote techbedrijven. Volgens Parmy Olson, 'Digital Journalist of the Year 2023', neemt de druk toe om de grootste techbedrijven op te splitsen. Ook columnist Han Dieperink duikt in dit onderwerp, maar belicht het voordeel voor beleggers.

Financial Investigator had verder een interview met WRR-raadslid Prof. dr. Casper de Vries. Hij is kritisch over de rol van banken in onze samenleving en pleit voor een digitale euro als tegenwicht voor de geldschepping door banken.

In het coverinterview wordt een heel ander onderwerp belicht: de trend naar strategische samenwerkingsverbanden in de assets services-industrie in Europees verband. Mark Schilstra, Country Manager van de Securities Services-activiteiten van BNP Paribas in Nederland en Scandinavië legt uit hoe hij van die trend verwacht te profiteren.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Asset Allocation Seminar

Datum: 11 februari 2025
Locatie: Vlerick Business School, Brussel

Inclusief de 10^e editie van de Asset Allocation Awards in samenwerking met Alpha Research



10

De opkomst van de Europese asset service provider

6

Opdelen grote techbedrijven kwestie van tijd



Ronde Tafel 'Direct Lending'

20

COVERVERHAAL

10 De opkomst van de Europese asset service provider, Interview met Mark Schilstra, BNP Paribas Securities Services

THEMA PRIVATE MARKETS

20 Ronde Tafel 'Direct Lending'

32 The European private debt market environment, Arcmont Asset Management (onderdeel van Nuveen)

34 Rigorous risk management is key to long-term success in private credit, Interview met Axel Wehtje en Sven Bozuwa, Park Square Capital

36 Asset-based finance: private credit's key diversifier, AllianceBernstein

38 The future of 'illiquid' investments, Allianz Global Investors

40 Ronde Tafel 'Infra & Real Estate Debt'

50 Europa's groei in logistiek vastgoed, Interview met Jeroen de Grunt en Maurice Stieger, CBRE Investment Management

52 Investeren met zorg, Hartelt Fund Management

54 De vastgoedwereld heeft elk type belegger iets te bieden, Interview met Doug Rowlands, Invesco

58 Paneldiscussie 'Hoe bereik je als verzekeraar je net zero-doelstellingen?'

THEMA KLIMAAT & BIODIVERSITEIT

68 Ronde Tafel 'Sustainable Credits & Climate Transition Credits'

78 Impactbeleggen in de praktijk, Achmea Investment Management

80 Paneldiscussie 'Klimaat en biodiversiteit: van ambitie naar implementatie'

84 Pensioenfondsen moeten zich inzetten voor behoud van biodiversiteit, Interview met Robert-Alexandre Poujade, BNP Paribas Asset Management

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Opdelen grote techbedrijven kwestie van tijd, Interview met Parmy Olson, Bloomberg

14 Coverage ratio protection considerations, Aegon Asset Management

S Gesponsord

- 16 Werken aan vertrouwen voor vermogensbeheerders**, Pieter Rop
- 18 Impactbeleggen als roeping**, Interview met Ulrike Kostense, Invest-NL
- 62 Alles valt op zijn plaats voor investment grade-bedrijfsobligaties**, Interview met Jeremy Cunningham, Capital Group
- 66 Benefits of autocratic risk mitigation**, TOBAM
- 75 Banken moeten meer concurrentie krijgen**, Interview met Prof. dr. Casper de Vries, WRR

COLUMNS

- 9 Thijs Jochems:** De groeiende kloof van economische ongelijkheid
- 31 Bert Leffers:** Risk management revisited
- 49 CFA Society Netherlands:** Over je grenzen heen stappen
- 57 IVBN:** Werk aan de winkel
- 65 Han Dieperink:** Het opsplitsen van bedrijven

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 87** On the move special: **Roelof Salomons**
- 88** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 14/11/24** Seminar ‘How to position your portfolio for 2025 in an era of geopolitical uncertainty’
- 21/11/24** Seminar voor Family Offices ‘Beleggen in Private Markets’
- 11/02/25** Asset Allocation Awards in Brussel



Paneldiscussie ‘Hoe bereik je als verzekeraar je net zero-doelstellingen?’

58



40

Ronde Tafel ‘Infra & Real Estate Debt’



80

Paneldiscussie ‘Klimaat en biodiversiteit: van ambitie naar implementatie’

PGIM:

Institutionele beleggers EMEA zijn in 'risk-on' modus

Institutionele beleggers verwachten in de komende twee jaar hun allocatie naar private markten te verhogen. Als reden hiervoor noemen ze toenemende geopolitieke risico's en aanhoudende volatiliteit op de publieke markten. Dat blijkt uit onderzoek van PGIM.

Uit het onderzoek onder 250 institutionele beleggers uit de EMEA-regio met gezamenlijk een beheerd vermogen van \$ 10 biljoen komt naar voren dat private credit, vastgoed, en duurzame en impactbeleggingen de voorkeur hebben om rendement, inkomsten en risicobeheerdoelen te behalen. Ontwikkelde markten in Azië-Pacific en opkomend Europa worden genoemd als de belangrijkste bestemmingen voor kapitaal, terwijl de interesse voor China en Latijns-Amerika afneemt.

Alternatieve particuliere beleggingen maken op dit moment ongeveer 25% uit van de portefeuilles van de respondenten. Binnen deze allocatie zijn vastgoedaandelen (18%), private credit (11%), private equity (10%) en real estate debt (10%) de meest aangehouden asset classes.

Bijna de helft van de respondenten verwacht hun huidige allocatie naar private credit te behouden, terwijl 44% van plan is om de exposure naar deze beleggingscategorie te vergroten. Hoewel de Europese private credit-markt minder ontwikkeld is dan de Amerikaanse, lijken de groeivoorzichten in Europa de kloof te gaan dichten.

De meeste respondenten (52%) zeggen dat hun huidige vermogensbeheerders ondermaats hebben gepresteerd in het bieden van toegang tot liquiditeit via secundaire markten. Bijna een derde van de respondenten (32%) zegt dat hun huidige managers niet hebben voldaan aan de verwachtingen op het gebied van snelheid en timing van exit-transacties.

62% van de respondenten geeft de voorkeur aan grote, multi-line vermogensbeheerders met een breed aanbod en een lokale aanwezigheid in meerdere markten. Slechts 22% geeft de voorkeur aan kleine boetieks die gespecialiseerd zijn in een of meer private alternative assets.

PGGM selecteert abrdn voor Japans vastgoed-mandaat

PGGM heeft een nieuw beleggingsmandaat aan abrdn gegeven voor de Japanse vastgoedmarkt. Het mandaat richt zich voornamelijk op Japans residentieel vastgoed en wordt beheerd door abrdn's dochteronderneming abrdn Japan. De waarde van het mandaat is niet bekendgemaakt.

abrdn geeft aan dat het mandaat een uitbreiding van haar vastgoedbeleggingsactiviteiten in Japan markeert. In lijn daarmee heeft abrdn Japan Harumi Kadono aangesteld als hoofd van de vastgoedactiviteiten in Japan.

Ahold Delhaize Pensioen stelt Achmea IM aan voor impactbeleggen

Ahold Delhaize Pensioen heeft Achmea Investment Management geselecteerd als partner voor impactbeleggen. Achmea IM gaat het pensioenfonds strategisch adviseren over de integratie van impactdoelstellingen binnen de beleggingsportefeuille. Daarnaast zal Achmea IM beleggingsfondsen selecteren en monitoren die aansluiten bij de impactthema's klimaat en voeding. Het impactmandaat van Ahold Delhaize Pensioen heeft een omvang van € 300 miljoen.

DE TIPS VAN

Joost van der Poel

Wat is je (zakelijke) levensmotto en waarom?

In het contact met Nederlandse institutionele beleggers is het vooral van belang om goed te luisteren en met hen mee te denken. Het eenzijdig 'doordrukken' van 'eigen' strategieën heeft weinig zin en zorgt voor een verstoorde relatie. Met transparantie en eerlijkheid bouw je de beste vertrouwensrelatie met je klanten.

Welke kijk-, lees- of luistertip heb je voor onze lezers en waarom?

Ik heb lang in Italië gewoond en hou daardoor enorm van Italiaanse films die de Italiaanse geschiedenis en het Italiaanse leven mooi beschrijven. Het 6 uur durende familiedrama La Meglio Gioventù is een meesterwerk in dat genre dat ik iedereen kan aanraden.



Joost van der Poel werkt sinds 2012 bij abrdn en maakt sinds 7 jaar deel uit van het Nederlandse team. Daarvoor bekleedde hij functies bij abrdn in London, Luxemburg, New York, Milaan en Kopenhagen. Voor abrdn werkte Van der Poel voor het Nederlandse ministerie van Buitenlandse Zaken in Brussel en Den Haag.

BLACKROCK:

Verzekeraars zetten in op private markets en duurzame energie-infrastructuur

Verzekeraars wereldwijd willen meer beleggen in private markets en duurzame energie-infrastructuur. Dit blijkt uit onderzoek voor het jaarlijkse Global Insurance Report dat BlackRock voor de dertiende keer heeft gepubliceerd.

Het onderzoek werd gedaan onder 410 verzekeraars in 32 markten die in totaal bijna \$ 27 biljoen onder beheer hebben. Uit het rapport blijkt dat een meerderheid van de verzekeraars de beleggingen in private markets wil opvoeren en 91% van de respondenten zegt dit binnen de komende twee jaar te gaan doen.

Verzekeraars geven aan dat politieke onzekerheden die het jaar 2024 markeren, samenhangend met het wereldwijd grote aantal verkiezingen dit jaar, de macro-economische risico's mede bepalen. Ze stellen in het onderzoek dat regulering (68%) en de toenemende geopolitieke spanningen en fragmentatie (61%) hun de grootste zorgen baren. Ook het renterisico's (69%) en liquiditeitsrisico's (52%) worden gezien als serieuze probleemveroorzakers voor de markten. Desondanks zegt 74% geen aanpassingen te doen aan het risicoprofiel.

Bijna de helft (46%) wijst inflatie aan als voornaam macro-risico. Tegelijkertijd wil 44% van de ondervraagden meer cash en geldmarktinstrumenten in de portefeuille opnemen met het oog op liquiditeit.

Ten aanzien van beursgenoteerde beleggingen is 42% van de ondervraagden van plan het portefeuillegewicht van staatsobligaties te vergroten.

Bij niet-beursgenoteerde beleggingen geven verzekeraars aan dat ze meer willen beleggen in private debt, vooral in de categorieën opportunistic private debt (41%), private placements (40%), direct lending (39%) en infrastructuur (34%).

Vrijwel alle verzekeraars (99%) in het onderzoek hebben doelstellingen geformuleerd voor het terugdringen van CO₂ in hun beleggingsportefeuilles en 57% stelt dat het beperken van klimaatrisico's hiervoor een belangrijke drijfveer is. Ook de vraag hiernaar vanuit toezicht-houders en stakeholders was een belangrijke reden om deze doelstellingen op te stellen.

Om de strategie van een verlaging van de CO₂ te realiseren, gaan de verzekeraars meer investeren in duurzame energie-infrastructuur, zoals wind- en zonne-energie (66%), en technologie voor het opslaan van energie, waaronder batterijen (66%).

**EERLIJKE GELDWIJZER:**

Meer dan 80% van investeringen in energiesector gaat nog steeds naar fossiel

Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen investeren nog steeds stevig in de fossiele sector. Van de beleggingen in de energiesector gaat nog slechts 16% naar hernieuwbare energie en maar liefst 84% naar fossiel. Dit blijkt uit nieuw onderzoek van de Eerlijke Geldwijzer.

Het Internationaal Energieagentschap stelt dat financiële instellingen in 2030 voor elke euro die ze in fossiel investeren, 6 euro aan hernieuwbare energie moeten uitgeven als de opwarming van de aarde beperkt moet worden tot 1,5°C. De onderzochte instellingen investeren gemiddeld voor elke euro die ze in fossiel steken, slechts 20 cent in duurzame energie. Hoewel de Nederlandse financiële instellingen wel iets vergroend zijn sinds 2016, zullen in dit tempo de pensioenfondsen pas in 2039 de benodigde 1:6 ratio halen, de verzekeraars in 2041 en de banken in 2084.

Pensioenfondsen investeren nog nauwelijks in schone energie

Een deel van de Nederlandse pensioenfondsen heeft in de afgelopen jaren de fossiele beleggingen flink afgebouwd: van € 18 miljard in 2017 naar € 8 miljard in 2023, maar nog steeds gaat driekwart van alle energiebeleggingen van de pensioenfondsen naar fossiele energie. Dit komt vooral door de uitblijvende investeringen in hernieuwbare energie. Sinds 2016 zijn de investeringen van pensioenfondsen in schone energie nagenoeg gelijk gebleven.

Achterdeurtjes van banken

Sinds het Parijsakkoord ging 79% van de leningen van banken naar fossiel en slechts 21% naar hernieuwbaar. 'Underwriting' van obligaties van fossiele bedrijven door banken is daarnaast verdubbeld sinds 2016.

De verhouding tussen fossiel en hernieuwbaar bij de investeringen van banken is volgens het rapport slechter dan bij leningen én verslechterd sinds het Parijsakkoord.

Opdelen grote techbedrijven kwestie van tijd

De ontwikkelingen rond artificial intelligence gaan razendsnel. De sector zelf probeert de schijn van welwillendheid hoog te houden, maar raakt steeds meer in de greep van het streven een zo hoog mogelijke winst te behalen. Het toezicht van overheden blijft schromelijk achter, maar er is sprake van een inhaalslag.

Door Joost van Mierlo

Dit zijn de gedachten van Parmy Olson. Het afgelopen jaar werd ze uitgeroepen tot Digital Journalist of the Year. Ze volgt de ontwikkelingen in Silicon Valley al jaren nauwgezet, aanvankelijk bij The Wall Street Journal, tegenwoordig als columnist voor Bloomberg.

Olson constateert dat de meeste initiatieven rond AI met vage ideeën begonnen om de wereld te verbeteren. AI zou de klimaatverandering tackelen, een einde maken aan de armoede in de wereld en een oplossing leveren voor de belangrijkste problemen rond de gezondheidszorg.

Inmiddels hebben de grote Amerikaanse technologiebedrijven de touwtjes stevig in handen. Daarbij draait het er enkel om mensen langer aan hun smartphone te kluisteren om zodoende meer advertentiegeld binnen te hengelen. Het geweten van bezorgde programmeurs wordt gesust met miljoenensalarissen.

Olson schreef dit jaar het boek 'Supremacy'. Daarin gaat het over de hegemonie van de sector en over overheden die grotendeels vanaf de zijlijn toekijken. Financial Investigator had een gesprek met haar over een op hol geslagen sector.

In de afgelopen twaalf maanden zijn er meer dan honderd boeken geschreven over AI en de ontwikkelingen op dat gebied. Wat voegt uw boek toe?

'Ik volg de ontwikkelingen rond AI en AGI (artificial general intelligence) al jaren en was vooral gefascineerd door de ontwikkelingen

binnen DeepMind, het Britse bedrijf dat een hoofdrol speelt op het AI-front. De onderneming werd in 2014 overgenomen door Google. Tal van programmeurs, inclusief oprichter Demis Hassabis, waren bezorgd over de manier waarop hun bedrijf werd ingepalmd door Google.

Er was een jarenlange strijd om weer zelfstandig te worden, een streven dat aanvankelijk werd gesteund door de Google-bestuurders. Van uitstel kwam afstel. DeepMind is nu een integraal onderdeel van Google en cruciaal voor de winstmogelijkheden in de toekomst. Het zou me niet verbazen als Hassabis de volgende bestuursvoorzitter wordt.

De ontwikkelingen zorgden voor veel onrust onder tal van programmeurs. Daar heb ik de afgelopen jaren al regelmatig over geschreven. In dit boek wordt het een samenhangend geheel dat hopelijk een bijdrage levert aan de discussie.'

De ontwikkelingen ten aanzien van AI gaan razendsnel. Voor velen begon dat met de introductie van ChatGPT door OpenAI. In dat bedrijf rommelt het ook. Hoe kijkt u daarnaar?
'Veel van de toepassingen waarmee OpenAI, via ChatGPT, een revolutie ontketende, zijn ontstaan binnen DeepMind.

Alphabet, het moederbedrijf van Google en eigenaar van DeepMind, was echter huiverig om er gebruik van te maken, omdat het gevoel bestond dat het ten koste zou gaan van de aantrekkelijkheid van de Search-activiteiten van Google, nog altijd de leverancier van

'De druk om enorme en machtige AI-ondernemingen op te breken, zal alleen maar groter worden.'



CV

Parmy Olson

Parmy Olson groeide op in de Verenigde Staten, maar studeerde Journalistiek aan de City University of London. Ze werkte aanvankelijk voor Forbes Magazine, waarna ze de overstap maakte naar The Wall Street Journal en recent naar Bloomberg. Ze volgt de ontwikkelingen rond AI sinds 2016 op de voet. In 2012 verscheen haar eerste boek 'We are Anonymous', over de wondere wereld van hackers. Het in september verschenen 'Supremacy' is haar tweede boek. In 2023 werd ze door PRCA, een wereldwijde organisatie van public relations professionals, uitgeroepen tot Digital Journalist of the Year.

het leeuwendeel van de winst van de onderneming. OpenAI is een fascinerende onderneming waar het maken van winst lange tijd verboden was. Er heeft een geleidelijke omslag plaatsgevonden. Dat gebeurde in de eerste plaats door het verkopen van een minderheidsbelang aan Microsoft. Microsoft leverde de miljarden die nodig waren om de peperdure computers en programmeurs te betalen. Het bedrijf schoof steeds meer op in de richting van het leveren van lucratieve toepassingen van AI, zoals ChatGPT. Dat leidde eind 2023 tot het ontslag van CEO Sam Altman, die volgens het bestuur van de onderneming een loopje zou nemen met de liefdadige doelstellingen van de onderneming. Binnen enkele dagen was hij weer terug, vooral omdat de meeste programmeurs zich verzetten tegen zijn vertrek. Inmiddels heeft er een bijna volledige schoonmaak plaatsgevonden en is het maken van winst belangrijk geworden.'

Toezichthouders zijn langzaam met ingrijpen. Waar wordt dat door veroorzaakt?

'Het heeft voor een deel te maken met het imago dat technologiebedrijven op weten te houden. Het 'Do no Evil' was jarenlang het motto van de sector. Daar is natuurlijk een kentering in gekomen met ontwikkelingen rond Facebook en Twitter.

Als het gaat om de strijd om meer regels voor AI-toepassingen zijn er feitelijk twee richtingen. Aan de ene kant heb je de zogenoemde 'AI-doomers' die zich vooral zorgen maken dat AI-technologie op een gegeven moment superieur wordt aan de mens en het heft in eigen handen neemt. Binnen de grote technologiebedrijven zijn mensen van harte bereid daarover mee te denken. Het klinkt beangstigend, maar het is tegelijkertijd niet erg concreet.

Daarnaast zijn er veel mensen, ook binnen de grote technologiebedrijven, die zich zorgen maken over de huidige toepassingen van AI. De gebruikte computermodellen maken gebruik van gigantische hoeveelheden informatie, maar deze informatie is op tal van manieren gekleurd. De

resultaten zijn in veel gevallen discriminerend ten opzichte van minderheden.

Bedrijven geven dat zelf toe, maar de middelen die ze beschikbaar stellen om dit soort problemen te voorkomen, verschromen bij het geld dat wordt gebruikt om zoekmachines efficiënter te maken en advertenties nog specifiekere toe te snijden op de wensen en verlangens van gebruikers.'

Toezichthouders zijn misschien laat, maar er wordt toch wel aan toezicht gewerkt, zoals met de Digital Act van de EU?

'Dat is inderdaad het geval. De EU ligt zeker een stap voor op de Verenigde Staten. Er zitten veel goede punten aan de AI Act van de EU. Het benoemt de risico's die worden gelopen rondom AI-toepassingen. De kritiek vanuit de sector is dat het te vaag is, dat ze niet weten waar ze aan toe zijn.

Die kritiek is niet helemaal onterecht. Het is te hopen dat de regelgeving in de loop van de jaren wordt aangescherpt. Dat is heel goed mogelijk, want de hele Digital Act wetgeving binnen de EU is zo opgesteld dat deze stapsgewijs kan worden verbeterd.

De grote techbedrijven houden de boot af. Ze willen liever dat ze dit soort initiatieven in eigen hand kunnen houden, maar het gaat eenvoudigweg om te veel geld, en de consequenties van het verspreiden van misinformatie zijn zo groot, dat het onontkoombaar is dat toezichthouders assertiever gaan optreden.

De technologie rondom AI wordt beheerst door een kleine groep van bedrijven. Alphabet, Microsoft, Meta en Amazon zijn de grootste spelers. Ik heb berekend dat de waarde van deze ondernemingen, samen met Apple en Nvidia, de grootste leverancier van AI-halfgeleiders, sinds de introductie van ChatGPT nog geen twee jaar geleden met \$ 6.000 miljard is gestegen. Dat is na de correctie op de markt van enkele maanden geleden, want de stijging was meer dan >

‘Computersmodellen maken gebruik van gigantische hoeveelheden informatie, maar deze informatie is op tal van manieren gekleurd.’

\$ 8.000 miljard. Dat zijn ontstellende bedragen. Het is meer dan het nationale inkomen van vrijwel alle landen ter wereld.

Aan de ene kant zou je kunnen zeggen dat de situatie vergelijkbaar is met de macht van de grote oliebedrijven in de jaren zeventig, maar als je kijkt naar de diverse subcategorieën, dan zie je dat deze worden beheerst door een of enkele ondernemingen. Google heeft een marktaandeel van meer dan 90% bij zoekopdrachten. De cloud-opslag wordt gedomineerd door Amazon, Microsoft en Google.

Het wordt steeds duidelijker dat dit een onhoudbare situatie is. Er wordt nu al gesproken over het opsplitsen van bijvoorbeeld Google, onder meer door het afsplitsen van bijvoorbeeld YouTube. Ook Microsoft wordt onder een vergrootglas gelegd. En moeten WhatsApp en Facebook wel samenblijven? De druk om deze enorme en machtige ondernemingen op te breken, zal alleen maar groter worden.’

Waarom wordt DeepMind niet afgesplitst van Google?

‘Dat is een interessante gedachte. Dat is immers precies waar de mensen achter DeepMind de afgelopen jaren naar hebben gestreefd. Binnen Google zelf zal er enorm verzet tegen ontstaan. Het onderdeel levert immers een integrale bijdrage aan alle andere activiteiten van de onderneming. Maar ik weet zeker dat veel programmeurs er heel blij mee zouden zijn.’

Die programmeurs spelen een cruciale rol, zo maakt u duidelijk in uw boek. Velen begonnen heel idealistisch met hun werk. Hoe zit dat nu?

‘Geld speelt ook hier een belangrijke rol. Een senior programmeur rond AI verdient in Silicon Valley tussen twee miljoen en vier miljoen dollar. Dat zijn astronomische bedragen. De bedrijven die dit soort sala-

rissen betalen, willen daar iets voor terugzien in de vorm van winst, die liefst zo snel mogelijk wordt gemaakt.

Je moet heel sterk in je schoenen staan om de verleiding van dit soort enorme salarissen te weerstaan. Maar er zijn gelukkig nog veel programmeurs die kritische geluiden laten horen, zoals via het Future of Life Institute in de Verenigde Staten. Er zijn diverse ondernemers die miljarden verdienen met hun tech-ondernemingen, die dit soort initiatieven steunen. Maar de salarissen zijn er natuurlijk niet vergelijkbaar met die in Silicon Valley.’

We hebben het voortdurend over Silicon Valley. Wat voor rol speelt China in de ontwikkelingen rond AI?

‘China speelt een prominente rol als het gaat om sommige vormen van AI, bijvoorbeeld op het gebied van gezichtsherkenning. Maar voor zover ik kan zien, blijft China nog achter bij ontwikkelingen richting AGI, de megatalen zoals ChatGPT, en het moment dat computers echt als mensen gaan handelen.

Toch speelt China een belangrijke rol. De dreiging van China wordt door Amerikaanse ondernemingen gebruikt als een belangrijke reden dat hen geen strobreed in de weg moet worden gelegd. Dat is het argument dat Mark Zuckerberg en Sheryl Sandberg van Meta/Facebook gebruikten toen ze zich moesten verdedigen in de Amerikaanse senaat.

‘Je moet heel sterk in je schoenen staan om de verleiding van dit soort enorme salarissen te weerstaan. Maar er zijn gelukkig nog veel programmeurs die kritische geluiden laten horen.’

Het blijft een lastige situatie. Enkele weken geleden nog gebruikte de gouverneur van Californië zijn vetorecht om te voorkomen dat de regelgeving rond techbedrijven werd aangescherpt. Het is duidelijk dat de politieke belangen groot zijn, maar de behoefte aan regelgeving wordt met de dag duidelijker. Het is iets waar de grote ondernemingen niet aan zullen ontkomen. ■

De groeiende kloof van economische ongelijkheid

De afgelopen decennia is, ondanks het gehanteerde sociaaldemocratische model, de economische ongelijkheid in West-Europa sterk toegenomen. Het gevolg? Toenemende sociale onrust en afnemend vertrouwen in de overheid. De gekozen oplossingsrichting, neoliberale politiek, is echter de doodsteek voor onze sociale democratie.

In de VS is in de afgelopen 40 jaar de bovenste 1% van de bevolking circa 40 keer zo vermogend geworden als de onderste 50%. West-Europa laat een vergelijkbaar beeld zien. Voorheen zorgde de sociaaldemocratie voor een redelijke verdeling van de welvaart. Nu zien we een steeds verder groeiende kloof tussen arm en rijk ontstaan. Zowel de minst verdienenden als de middenklasse hebben nu moeite om toegang te krijgen tot elementaire zaken als betaalbare huisvesting. In steden als Amsterdam en Londen hebben zelfs tweeverdieners met een modaal inkomen moeite om een geschikte woning te vinden. Deze trend leidt tot toenemende sociale onrust, gevoed door een gevoel van onrechtvaardigheid en een afnemend vertrouwen in de overheid. Brexit en de sterke opkomst van populistische partijen in West-Europa zijn symptomen van deze onvrede.



Door **Thijs Jochems**,
Adviseur en Private
Investor

Wat zijn de oorzaken van deze groeiende kloof? Globalisering, technologische vooruitgang en de 'financialisering' van de economie hebben weliswaar geleid tot economische groei, maar de vruchten hiervan zijn disproportioneel terechtgekomen bij kapitaalbezitters en hoogopgeleide werknemers. Globalisering heeft geleid tot verplaatsing van banen naar lagelonenlanden, waardoor laaggeschoolde werknemers in Westerse landen hun baan verloren of genoeg moesten nemen met lagere lonen. Technologische vooruitgang heeft veel routinematige banen overbodig gemaakt, terwijl hooggeschoolde werknemers juist profiteren van de nieuwe technologieën. De 'financialisering' van de economie, met de nadruk op kortetermijnwinst en speculatie, heeft geleid tot een explosieve groei van de

financiële sector, waar vooral de top enorm van profiteert.

De gekozen oplossingsrichting, liberaal beleid met een focus op marktwerking en bezuinigingen, verergert het probleem. De aanname dat concurrentie altijd leidt tot efficiëntie en economische groei gaat niet op in sectoren met monopolies of oligopolies, zoals de technologie-, bank- en nutssector. Tech-giganten als Google en Amazon hebben een dominante marktpositie en kunnen hoge prijzen dicteren. Banken zijn 'too big to fail' en worden met belastinggeld gered als ze door risicovol beleid in de problemen komen. Nutsbedrijven als energie- en waterleveranciers zijn veelal geprivatiseerd, waardoor de consument vaak hogere prijzen betaalt zonder meerwaarde te krijgen.

Ook 'trickle-down economics', waarbij vermogensgroei bij de rijken zou doorsijpelen naar de rest van de bevolking, blijkt in de praktijk niet te werken. Uit onderzoek van de OESO blijkt dat landen met een hoge mate van ongelijkheid juist een lagere economische groei kennen. De rijken beleggen hun geld vaak in financiële producten of onroerend goed in plaats van in de reële economie, waardoor de brede welvaart niet toeneemt.

Privatisering heeft vaak negatieve gevolgen voor de lagere en middeninkomens. Geprivatiseerde spoorwegen zijn duurder en minder betrouwbaar. In de zorg heeft privatisering geleid tot hogere kosten en een complexer systeem. Bezuinigingen op voorzieningen zoals onderwijs en sociale zekerheid vergroten de ongelijkheid verder. Kinderen uit arme gezinnen krijgen minder kansen om te studeren, waardoor de ongelijkheid wordt doorgegeven aan de volgende generatie.

Het argument van begrotingstekorten als rechtvaardiging voor bezuinigingen is discutabel, zeker gezien de enorme geldcreatie door centrale banken tijdens crises. Na de financiële crisis van 2008 en de coronacrisis zijn triljoenen euro's in de economie gepompt om de banken en bedrijven te redden. Zouden we die ook niet voor investeringen in onderwijs, gezondheidszorg en duurzame energie kunnen inzetten? ■



De opkomst van de Europese asset service provider

Nu BNP Paribas het in 2017 van een Nederlandse vermogensbeheerder overgenomen administratieplatform heeft omgebouwd tot een middle- en backofficesysteem voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders, is het tijd om de volgende stap in groei te realiseren. Financial Investigator sprak met Mark Schilstra, Country Manager van de Securities Services-activiteiten van BNP Paribas in Nederland en Scandinavië.

Door Jolanda de Groot Fotografie Kees Rijken

Wie is BNP Paribas en wat doen jullie in Nederland?

'BNP Paribas is de grootste bank van de EU. Met bijna 200 jaar geschiedenis en meer dan 1.500 medewerkers in Nederland bedienen wij een groot aantal verschillende klanttypen. We hebben een breed en divers dienstenaanbod, met onder meer global banking, mobiliteitsoplossingen (Arval), vastgoedadviesdiensten, bewaardiensten (custodian), vermogensbeheer, verzekeringen (Cardif) en wealth management. Als grootste niet-Nederlandse bank maken we integraal deel uit van de Nederlandse economie.

We zijn in 2001 met onze Securities Services-activiteiten begonnen. Aanvankelijk als (sub)custodian voor met name financiële instellingen. Wij geven hen toegang tot de internationale infrastructuur in bijna 100 landen. Vanaf 2013 kwamen daar, als gevolg van de AIFMD-wetgeving, de depositary-activiteiten bij en sinds 2017 leveren wij, na de overname van de backoffice van een Nederlandse vermogensbeheerder, ook services aan institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

De eerste jaren na de overname zijn we met name bezig geweest om ons lokale Nederlandse kantoor aan te laten sluiten bij de wensen en eisen van de Nederlandse markt. Denk hierbij aan het in samenwerking met onze klanten ontwikkelen van een klantendashboard, het opzetten van bestuursrapportages en lokale toezichthouderrapportages. Door de overname beschikken we niet alleen over een modern administratieplatform, maar ook over een grote

groep specialisten met kennis en expertise van de Nederlandse markt en onze klantgroepen. Nederlandse klanten waarderen deze lokale aanwezigheid en specifieke kennis en dit heeft dan ook als vliegwiel voor onze groei in Nederland gewerkt.

Ondertussen hebben we een mooi aantal pensioenfondsen en verzekeraars mogen verwelkomen als klant. Hierbij leveren wij full-service dienstverlening met bewaarnemings- en administratieve diensten. De basisgedachte is altijd geweest dat we onze klanten vanuit Nederland willen bedienen en services, veelal met Nederlandse mensen die de lokale specifieke wet- en regelgeving wat betreft rapportages goed kennen. Voor de pure custody-activiteiten maken we gebruik van de schaal van onze internationale organisatie. Zelf heb ik bij diverse custodians in binnen- en buitenland mogen werken die er allen net een andere strategie op nahielden. Wat ik leuk vind, is dat ik als eindverantwoordelijke een cultuur kan creëren die de beste elementen verenigt van de banken waarvoor ik eerder heb gewerkt. Ik noem het vaak ambitieus en sociaal. Hiermee bedoel ik een dynamische en doelgerichte omgeving waarin individuen gedreven worden om persoonlijke en collectieve doelen te bereiken, terwijl we tegelijkertijd sterk hechten aan relaties, samenwerking en gemeenschapszin.

Als volgende stap willen we nu een sprong maken richting de grote institutionele beleggers. We hebben bewezen dat we een stevige bank zijn en dat we de schaal goed kunnen absorberen.' >

‘Als grootste niet-Nederlandse bank maken we integraal deel uit van de Nederlandse economie.’

Hoe ziet het Nederlandse pensioenlandschap eruit?

‘In Nederland geven zowel pensioenfondsen als verzekeraars het beheer van de hun toevertrouwde middelen uit handen aan vermogensbeheerders. Die nemen namens hun klanten investeringsbeslissingen.

Wereldwijd wordt de markt van vermogensbeheerders gedomineerd door Angelsaksische partijen. Slechts één Europese partij heeft de top 10 weten te halen. In Nederland is deze markt sterk verweven met die van de pensioenfondsen: de volledige pensioenfonds top-5 heeft een eigen vermogensbeheerafdeling in huis. Het aantal grotere zelfstandige vermogensbeheerders is in Nederland beperkt. Wij rekenen een belangrijk deel van deze hoog-gespecialiseerde en innovatieve vermogensbeheerders tot ons Nederlandse klantenbestand.

Wat betreft Asset Servicing zijn vanaf de jaren ‘70 Angelsaksische custodians naar Nederland gekomen. In de afgelopen decennia hebben zij de markt onderling verdeeld. De vijf grootste pensioenfondsen, de zogenaamde tier-1 fondsen, zitten allemaal bij Angelsaksische custodians. Van de tier-2 pensioenfondsen, de groep daaronder, zit momenteel zo’n 85% bij Angelsaksische custodians. Slechts 15% zit bij Europese custodians. Bij verzekeraars en Nederlandse vermogensbeheerders is de verdeling vergelijkbaar.

Wij zien duidelijk een toenemende vraag naar een Europees alternatief. Hierbij spelen gedeelde waarden, vooral op het gebied van duurzaamheidsstrategie, de wens ten aanzien van diversificatie op het gebied van tegenpartijen en de betere aansluiting bij Europese wet- en regelgeving, zoals DORA, een belangrijke rol.’

Julie hebben een stevige groeiambitie. Hoe denken jullie die waar te kunnen maken in het consoliderende Nederlandse landschap?

‘In de afgelopen jaren hebben we een flinke groei doorgemaakt tot ruim € 450 miljard assets onder custody, zijn we gegroeid naar 250 beleggingsfondsen waarvan we de Depositary zijn en hebben we inmiddels € 180 miljard aan assets onder administratie. Die groei zal in de komende periode versnellen. Dit heeft te maken met drie langetermijntrends die zich momenteel aftekenen binnen de financiële markten.

1. Consolidatie van geïnvesteerd vermogen Het bestaansrecht van kleine institutionele beleg-

gers en vermogensbeheerders staat onder druk. De kosten zijn relatief hoog, waardoor schaal meer dan ooit van belang is om de gemiddelde kosten te verlagen. Hierdoor zien we een consolidatieslag binnen vermogensbeheerders en institutionele beleggers. De fusies en overnames binnen het landschap van vermogensbeheerders zien we ook toenemen binnen de Nederlandse markt. Er vindt tevens een consolidatieslag onder institutionele beleggers plaats. In 2010 waren er nog zo’n 600 pensioenfondsen, nu zitten we ruim onder de 200. Het totale vermogen van deze beleggers is echter sterk gestegen. Op de lange termijn houdt dit in dat de assets in de markt zich concentreren binnen een kleinere groep spelers. Dit geldt voor vermogensbeheerders, institutionele beleggers maar ook voor custodians. Wat wij zien is dat een toenemend aantal klanten op zoek is naar een innovatieve en stabiele partner die deze waarden deelt.

2. Het zoeken naar een nieuwe balans in uitbesteding

Klanten kijken in toenemende mate naar wat ze zelf kunnen en willen doen en vervolgens naar wat ze willen uitbesteden. Bedrijven kijken nog meer naar hun kerncompetenties. Alles daarbuiten kan worden uitbesteed. Voorheen deed een custodian met name bewaarneming van de effectenportefeuille, tegenwoordig wordt de volledige ondersteuning van back- en mid-office activiteiten gedaan, worden complexe administraties gevoerd en worden er dagelijkse bestuursrapportages geboden.

3. De heroriëntatie van uitbesteding op het gebied van tegenpartijrisico op regionaal niveau

Op vele vlakken (onder andere wat betreft geopolitieke ontwikkelingen, wet- en regelgeving en financiële dienstverlening) wordt er meer regionaal gekeken naar strategische partners en samenwerkingsverbanden. Daarbij zijn er drie hoofdregio’s: Europa, Amerika en Azië. De trend is dat partijen weer meer lokaal in hun eigen regio wens uit te besteden om zo aan te sluiten op genoemde wet- en regelgeving, lokale waarden en duurzaamheidsstrategieën.’



CV

Mark Schilstra

Mark Schilstra is Country Manager Netherlands & Nordics bij BNP Paribas Securities Services en board member bij BNP Paribas Corporate & Institutional Bank NL. Eerder bekleedde hij diverse senior managementposities bij State Street, KAS BANK, ABN AMRO, Fortis en MeesPierson. Schilstra studeerde Bedrijfs-economie en Econometrie (cum laude) aan de Universiteit van Amsterdam.

Tot slot willen we sterk blijven investeren in innovatie en de digitale klanterva-

Waarin onderscheiden jullie je van jullie concurrenten?

‘Wij onderscheiden ons door ons global-to-local model waarbij we de kracht en de betrouwbaarheid van een van de grootse banken wereldwijd combineren met een grote mate van lokale kennis en expertise. Onze klanten krijgen toegang tot een groot aantal lokale specialisten en de beschikking over een stabiel en zeer ervaren relatie- en servicemanagementteam.

Met ons One Bank-principe bieden wij klanten een geïntegreerde aanpak en een uniforme ervaring waarbij we de volledige kracht en deskundigheid van de Groep leveren. Dit betekent dat de verschillende divisies en business lines nauw samenwerken en we ook echt als één organisatie opereren.

Naast de traditionele bewaardiensten bieden wij vanuit Amsterdam een full service-dienstverlening voor alle asset classes aan institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Denk hierbij aan administratieve diensten, performance- en risico-analyses, ESG-rapportages, toezichthouderrapportages en een dashboard waarin onze klanten de stand van hun portefeuilles op elk moment kunnen inzien. Flexibiliteit en specifieke klantwensen vormen daarbij een belangrijk onderdeel.

Vanaf het moment dat een klant voor ons kiest, verzorgen wij de gehele projectorganisatie voor de inrichting en afhandeling met hun oude provider. Wij nemen werk uit handen en zorgen voor een zachte landing. Ook na de onboarding blijft dit team betrokken bij de relatie, zodat er stabiliteit wordt geboden in het partnerschap.

We zijn op dit moment wereldwijd marktleider in duurzame financieringen. Geen enkele andere bank in Europa heeft zoveel ervaring met het vergroenen van balansen. Onze institutionele klanten geven we onder andere via het Manaos-platform inzicht in de duurzaamheidsprestaties van hun investeringen. Onze ambitie is dan ook om dé positive-impact service provider voor onze klanten te zijn.

ring. Hiermee blijven we voldoen aan de veranderende verwachtingen van klanten in een steeds digitalere wereld.’

Hoe kijken jullie naar de Wet toekomst pensioenen en de impact hiervan?

‘De komende jaren hebben de meeste pensioenfondsen hun handen vol aan het omzetten van hun huidige pensioenregeling naar de nieuwe regeling onder de Wtp. Ze zullen collectieve regelingen omzetten naar individuele regelingen. Dit, gecombineerd met de angst voor migratie, betekent dat er de komende periode weinig beweging wordt verwacht. We noemen dit intern nog wel eens gekscherend FOMO. Voor sommigen betekent dit ‘Fear Of Missing Out’, maar wij grappen wel eens over ‘Fear of Moving Out.’

Wat bedoelt u hier precies mee?

‘Het wisselen van custodian en administrateur wordt door institutionele beleggers nog weleens als intensief en complex gezien. Natuurlijk is dit niet iets wat je ieder jaar doet, maar een periodieke herijking van je strategische relatie is van groot belang. Dit om de relatie doorlopend scherp te houden en te begrijpen wat mogelijke verbeteringen in het gekozen model zijn. Als de langetermijnverwachtingen dan niet meer voldoen, kunnen daaruit conclusies worden getrokken. Wij zijn als partij gewend om een open dialoog te voeren met onze klanten, waarbij we hen graag zo goed mogelijk bedienen.

Een onderzoek van Exelerating in 2023 toonde aan dat er sinds 2018 slechts 18 pensioenfondsen van custodian gewisseld zijn. In totaal betrof dit een vermogen van ongeveer € 90 miljard (5% van de totale markt). Dit geeft aan hoe statisch deze markt is.

Zoals gezegd kiezen de afgelopen jaren steeds meer partijen voor een Europese provider. Dit zijn vooral partijen die echt intrinsiek gemotiveerd zijn op het gebied van duurzaamheid. Voor de nabije toekomst zien wij deze trend doorzetten en ik zie de toekomst daarom met veel vertrouwen tegemoet.’ ■

Coverage ratio protection considerations

The Wtp transition is likely the most significant event in Dutch pension history. Maintaining a stable coverage ratio during this transition can be desirable. Our scenario analysis indicates that a ‘dual coverage rate protection strategy’ is highly effective, whereas other strategies have a more moderate impact.

By *Jordy Hermanns*

The Wtp transition brings significant decisions, changes and challenges. It is important that it is executed efficiently, with minimal financial and operational risks. In this regard, one key factor to consider is the funding ratio at the transition date and in particular the funding ratio at which a pension fund can transition without haircuts. To avoid unexpected (last moment) haircuts, several pension funds are now considering protecting their funding ratio.

Such considerations are important, as there have been periods when funding ratios have fallen sharply. In Q1 2020, funding ratios dropped by approximately 15%, and during the credit crisis, they fell by 50%. If such a drop were to happen close to the transition date, participant confidence would be seriously damaged, social plans would need to be renegotiated, and the transition could be jeopardized.

Considering this, it is understandable that pension funds are exploring methods to temporarily protect the funding ratio. There are several ways to achieve this:

- **De-risk the investment portfolio:** Risky assets can be sold. This change would protect the funding ratio. However, it would also limit upside potential, and de-risking is counter-intuitive as risk-taking is expected to increase post-transition. Also, de-risking might not comply with the general investment policy, taking the long-term return objective of the participants into account.
- **Increase the interest rate hedge:** Many pension funds systematically use an interest rate hedge to stabilize the funding ratio. Increasing the hedge ratio reduces interest rate risk, leading to lower funding rate volatility.

- **Implement an equity protection strategy:** Such a strategy protects against large equity losses while maintaining long-term return potential. In contrast to linear de-risking, or less equity exposure, it allows the strategic asset mix to remain unchanged, making it well-suited for temporarily protecting the funding ratio.

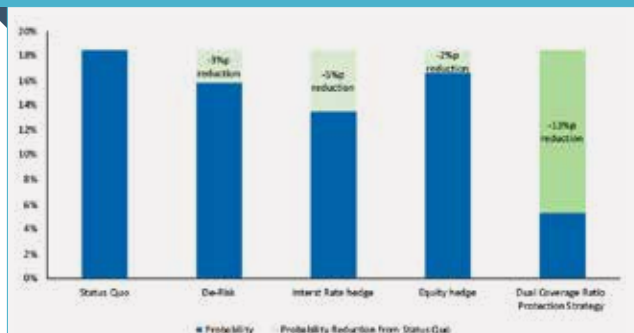
Analysis

We provide an illustration of the funding ratio projections for five investment considerations. The analysis projects the funding ratio using 2,000 stochastic interest rate and equity scenarios based on the Ortec scenario set (2024 Q2). We use the parameters of an average Dutch pension fund as input (as of September 2024). This implies a starting funding ratio of 119% and an initial interest rate hedge of 64%. We consider a minimum entry funding ratio of 105%, at which most pension funds will be able to fill the required buffers, provide some compensation and avoid a cut of pension rights at the transition date. We assume the transition date is two years out. Possible effects of future indexations and/or cuts are not considered. The analysis shows the

impact of the various considerations:

- **Consideration 1 - Status quo**
We analyze the status quo with no changes to the asset allocation and/or risk hedging strategies. The projection shows a 19% probability that the funding ratio falls below the entry funding ratio of 105%. As discussed before, this is an unwanted situation. The risk-return dynamics are unchanged and upside potential remains present. The average funding ratio at the transition date is 121%.
- **Consideration 2 - De-Risking**
The scenario incorporates a reduction of equity assets by 10%, lowering the risk profile of the asset mix. In this scenario there is a 16% probability that the funding ratio falls below the entry funding ratio. This is a lower risk versus the status quo, but still a significant risk.
- **Consideration 3 - Interest rate hedge**
In this scenario we consider an increase of the interest rate hedge to 100%. The projection shows that there is a

FIGURE 1: PROBABILITY OF COVERAGE RATIO FALLING BELOW ENTRY FUNDING RATE (105%) AT TRANSITION DATE



Source: Aegon Asset Management. Data as per October 2024.

13% probability that the funding ratio falls below the entry funding ratio. This is a risk reduction versus the status quo, but still a significant risk.

- **Consideration 4 - Equity protection**

For illustration purposes, we applied a generic option strategy setup with a strike of 90%. This reduces the probability that the funding ratio falls below 105% to 17%. Although lower than in the status quo, this is still a significant risk.

- **Consideration 5 - Dual coverage ratio protection**

The dual coverage ratio protection strategy combines an interest rate hedge (consideration 3) and the equity protection (consideration 4) in a sophisticated manner. This provides a dual risk hedge versus interest rate and equity risks.

As desired, the probability that the funding ratio falls below 105% is reduced from 19% in the status quo scenario to 5% with the dual coverage ratio protection. The expected average funding ratio at the transition date is not jeopardized

and is 120% (versus 121% in the status quo).

Our analysis shows that especially the dual coverage ratio protection strategy is very efficient to protect the funding ratio during the transition period, whilst at the same time return potential remains present. Interestingly, this strategy provides far superior protection versus the strategies on a standalone basis.

The protection mechanisms

Interest rate hedging could effectively be executed via bespoke mandates or key rate funds. This allows for tailored hedges that match the fund's liabilities. Especially in a situation with volatile interest rates and curve shapes, such tailored strategies are powerful tools to achieve a funding ratio protection goal.

The equity protection strategy can be implemented via bespoke option strategies. Historically, equity investments have been responsible for large drawdowns as well as for return contribution. This makes the asymmetric return profile of this strategy beneficial, with continuous upside potential and a limited downside.

Additionally, equity protection strategies are customizable, allowing for targeting specific parameters for a limited period. Another advantage is the clear and fixed costs structure, which enables pension fund committees to make a priori informed decisions. This makes it a compelling addition to interest rate hedges for many pension funds during the transition period.

Figure 2 illustrates the projected funding ratio for the 1% most extreme negative scenarios. Under the status quo, the funding ratio declines from 120% to 85%. With the dual coverage ratio protection strategy in place, this decline is mitigated. The funding ratio only falls to 103%, providing a 17pp protection, to the benefit of the participants, as illustrated by the difference between the solid blue- and the dotted blue lines.

The dotted line shows the coverage ratio for status quo consideration (1 percentile of scenarios only). Solid lines are projections for the dual coverage ratio protection consideration (for various percentiles of scenarios).

Conclusion

Pension funds consider strategies to protect the funding ratio during transitions. A dual coverage ratio protection strategy, a combination of interest rate hedges and equity protection strategies, can be used to achieve this. This article demonstrates the potential effects for an average pension fund. Optimal results can be attained through a customized approach. As always, there are risks involved, and pension funds should seek professional advice on this topic. ■



Jordy Hermans

Portfolio Manager in the multi-asset group and Investment Strategist, Aegon Asset Management

SUMMARY

The Wtp transition is probably the most significant event in Dutch pension history.

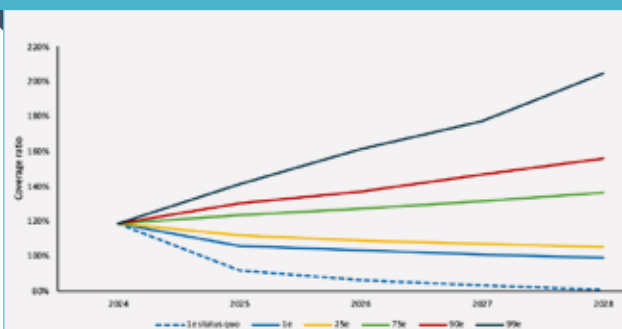
Maintaining a stable coverage ratio during the Wtp transition is desirable.

Interest rate risk management and equity risk management strategies can be considered to protect the coverage ratio during the transition period.

On an individual basis, such strategies are useful but leave some risks.

A dual coverage rate protection strategy, which sophisticatedly combines hedges against both interest rate and equity risks, is highly effective in protecting the coverage ratio.

FIGURE 2: COVERAGE RATIO ANALYSIS FOR THE AVERAGE PENSION FUND



Source: Aegon Asset Management. Data as per October 2024.

Werken aan vertrouwen voor vermogensbeheerders

Iedereen die zijn vermogen toevertrouwt aan een ander voor beheer of advies, is op zoek naar vertrouwen. Dat werkt voor een particulier hetzelfde als voor een institutionele belegger. Hoe maximaliseer je dat vertrouwen?

Door Pieter Rop

Ik begin dit artikel maar meteen met het doorprikken van een mythe. De meeste organisaties denken dat vertrouwen ontstaat door hoge kwaliteit te bieden. Helaas blijkt dit niet te kloppen. Klanten zien kwaliteit als noodzakelijke randvoorwaarde. Zonder deze randvoorwaarde gaan klanten niet eens met je in gesprek. Dat betekent niet dat je geen kwaliteit moet bieden, maar wel dat dit niet zorgt voor het vergroten van vertrouwen in je dienstverlening. Je legt slechts

‘Met luisteren naar de klant bedoel ik niet alleen inhoudelijk luisteren, maar ook tussen de regels door luisteren naar de emoties van de klant.’



een goede basis om te gaan samenwerken.

Vertrouwen

Hoe vergroot je dan het vertrouwen in je diensten als vermogensbeheerder? In mijn praktijk, waarin ik veel fiduciair adviseurs begeleid, blijkt het telkens neer te komen op goed luisteren naar de klant. Heb je echt aandacht voor en interesse in de ander, of wil je een eigen product bij de klant pushen omdat dit voor jezelf veel rendement oplevert?

En met luisteren naar de klant bedoel ik niet alleen inhoudelijk luisteren, maar ook tussen de regels door luisteren naar de emoties van de klant. Waar zitten zijn of haar zorgen of drijfveren? Waar ligt de klant wakker van, en waar wordt hij enthousiast van?

Toen ik voor de eerste keer bij een pensioenfonds met een groep hierover in gesprek was, kreeg ik als reactie op mijn vraag naar de zorgen van de klant: ‘Ja, maar dat zijn toch geen materiële punten?’ Kortom, niet interessant. Terwijl het vertrouwen bij een ander juist ontstaat als die zich gehoord en begrepen voelt. En dat zit meestal niet op de inhoud, maar op de gevoelslaag.

Model luisteren

De luisterthermometer is een handig model uit het boek ‘Harthorend’ van Harry van de Pol. Aan de rechterkant van het oor (-1 tot -3) ben je als adviseur vooral met jezelf bezig en aan de linkerkant van het oor in toenemende mate met de ander. Eerst maar eens je mond houden, zodat de klant ruimte krijgt om te spre-

ken (niveau 0). Dan inhoudelijk luisteren (niveau 1). Dan luisteren naar het gevoel dat je proeft; dat hoeft dus niet eens letterlijk benoemd te worden (niveau 2). Dan combineren van niveau 1 en 2, inhoud en gevoel samen, wat leidt tot begrip van de ander (niveau 3). En ten slotte niveau 4: het aanvaarden van de ander. Accepteren hoe hij iets ziet, zonder te oordelen dat hij er dus niets van snapt, want dan zit je direct aan de rechterkant op niveau -3.

Voor veel adviseurs is het eerst zaak om aan de linkerkant van het oor te komen: het loslaten van oordelen over de klant of het loslaten van de behoefte aan erkenning door de klant. Zolang je hier nog mee bezig bent, zit je als

het ware met je vingers in je oren te luisteren naar de klant. Best logisch dat die zich niet gehoord voelt door de fiduciair adviseur. En dan neemt het vertrouwen zeker niet toe!

Soft skills

Het zal duidelijk zijn dat we het hier hebben over de soft skills van de fiduciair adviseur. In hoeverre kent de adviseur zichzelf goed en heeft die door waar zijn triggers zitten? In trainingen vraag ik deelnemers om per klant aan te geven op welk luisterniveau ze denken te zitten. Door deze reflectieoefening wordt helder waar werk te verzetten valt. En meestal is dat 'innerlijk werk', door de adviseur zelf. Het bijstellen van de eigen aannames over de ander door uit te gaan van positieve inten-

ties van de ander. Ik ben er zelf van overtuigd dat elke klant erop uit is zijn werk zo goed mogelijk te doen en dat dit soms raakt aan eigen onzekerheden. Deze onzekerheden nemen toe naarmate de eigen kennis tekortschiet. En juist daar komt het op vertrouwen aan. Is de fiduciair in staat om aan te sluiten bij waar de ander zit? Juist als het geen materiële vraag is, maar om gevoelens van onzekerheid gaat. Een van mijn favoriete metaforen is dat je de ander moet ophalen op het station waar hij staat te wachten en niet het station waar jij vindt dat hij moet staan.

Door te investeren in de soft skills van de fiduciair adviseur neemt het vertrouwen van de klant in de fiduciair enorm toe. De klant voelt zich eindelijk begrepen en gehoord in plaats van de les gelezen door een knappe kop die alles weet van beleggen. Naast het vertrouwen neemt de klanttevredenheid toe en zul je merken dat nieuwe cliënten je gaan benaderen, omdat ze uit de markt gehoord hebben hoe fijn het werken is met jullie organisatie.

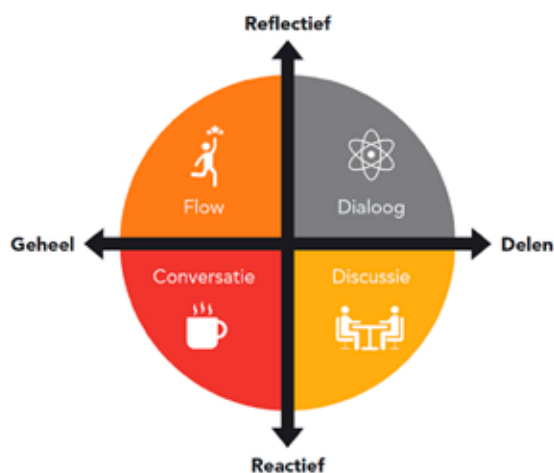
Kortom, werken aan maximalisering van vertrouwen vraagt niet om harder werken aan de kwaliteit van de stukken, maar om anders werken, door meer in dialoog te gaan over de vraag achter de vraag en de zorgen en gevoelens van de klant. Het vraagt om nieuwsgierigheid en echte interesse en het zorgt ervoor dat je je tijd besteedt aan zaken waar jouw klant echt behoefte aan heeft. ■



Pieter Rop

Management Consultant

Waar moet je dan aan denken als ik het over soft skills heb? Ik doel dan bijvoorbeeld op het bekende acroniem LSD: Luisteren, Samenvatten, Doorvragen. Dat klinkt makkelijk, maar in de hectiek van een gesprek wordt het snel vergeten en vervallen we snel in een discussie. En een discussie leidt nooit tot een toename van vertrouwen in de ander. Meestal leidt het tot verharding van standpunten aan beide zijden van de tafel. Mijn advies is om te werken aan een dialoog in plaats van een discussie. Bij een dialoog ben je werkelijk geïnteresseerd in de ander en stel je nieuwsgierige vragen om echt te begrijpen wat de ander bedoelt. Als de dialoog aan beide kanten goed op gang komt, kun je zelfs in een 'flow' komen met elkaar, waardoor er echt nieuwe oplossingen ontstaan.



Bron: Dialoog-model Isaacs, uit W. Isaacs, Dialogue & the Art of Thinking together.

IN HET KORT

Elke fiduciair wil graag klanten die veel vertrouwen hebben in zijn dienstverlening.

De meeste fiduciair adviseurs focussen op de kwaliteit van de stukken.

Vertrouwen ontstaat door goed te luisteren en in dialoog in plaats van in discussie te gaan.

Gebruik de luisterthermometer voor zelfreflectie.

Investeren in soft skills leidt tot meer vertrouwen bij de klant en tot een hogere klanttevredenheid.

Impactbeleggen als roeping

‘Ik wil met mijn werk ook iets kunnen betekenen voor de komende generaties.’ En dus zoekt ze een ander rendement naast financieel rendement. Financial Investigator sprak met Ulrike Kostense, Lead Indirect Investments bij Invest-NL.

Door Lies van Rijssen

‘Toen ik als kind met mijn ouders meeging om geld te halen bij de Sparkasse om de hoek, wist ik dat ik later zelf bij een bank wilde gaan werken. Het financiële sprak me aan. Na mijn studie Bedrijfseconomie in Berlijn ging ik aan de slag bij een verzekeringsmaatschappij die ook aan fondsinvesteringen deed. Fondsinvesteringen bleken later de eerste rode draad in mijn loopbaan. Aanvankelijk met minder en later met zeer veel focus op impact. Via een project kwam ik vervolgens in Londen terecht, bij een zusterbedrijf van mijn Berlijnse werkgever. Ik had al langer de ambitie om in het buitenland te gaan werken en maakte dankbaar gebruik van hun aanbod van een vaste baan. Ik verhuisde in 2007, vlak voor de financiële crisis. Naarmate de crisis zich ontvouwde, realiseerde ik me pas hoe omvangrijk en invloedrijk het financiële systeem was waarin ik werkte. Ik was vijftientig, bevond me in het hart van de financiële wereld en kende er niemand. Ja, dat was zeker spannend. In Londen leerde ik ook mijn man kennen. Dat bracht me in 2010 naar Nederland.

Ik ging op de Zuidas werken. Je kunt het je nu niet meer voorstellen, maar duurzaamheid stond op dat moment bij menig financiële instelling nog niet hoog op de agenda. Het Klimaatakkoord van Parijs en de Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR) hebben de financiële sector een reeks nieuwe uitdagingen gebracht om duurzaamheid als thema te omarmen en te integreren in beleid en investeringsbeslissingen. De brede adaptatie van duurzaamheid binnen de financiële sector is aangejaagd door wet- en regelgeving. Veel experts op dit gebied had de financiële wereld in eerste instantie niet. Maar naarmate meer financiële instellingen ermee aan de slag zijn gegaan, heb ik de wil om te investeren in duurzaamheid en het besef van de noodzaak om dat te

doen, zien opbloeien en ben ik intrinsiek gemotiveerd geraakt. Dat vind ik een prachtige ontwikkeling, waardoor mijn eigen interesse voor duurzaam beleggen en later voor impactbeleggen enorm gestimuleerd is en de tweede rode draad in mijn carrière werd. Ik ben er ook vroeg, vanaf 2013 denk ik, bij betrokken geraakt, bij Kempen Capital Management. Op hun vraag destijds of ik affiniteit met ESG had en wilde deelnemen in hun ESG-werkgroep, kon ik toen al met overtuiging ‘ja’ zeggen.

De kanteling naar duurzaam beleggen zie ik als een van de belangrijkste ontwikkelingen in de financiële sector, maar dus ook als een van de belangrijkste ontwikkelingen voor mij persoonlijk. Tegenwoordig richt ik me in mijn werk vooral op impact en innovatie. Waar duurzaamheid zich in grote lijnen richt op het vermijden van milieuschade, op uitsluitingslijsten en op goede governance, kortom op ‘do no harm’, gaat het bij impactbeleggen om investeringen die een meetbare positieve bijdrage aan het milieu of de maatschappij leveren. Denk bijvoorbeeld aan de ontwikkeling van duurzame, bio-based materialen om de hoeveelheid afval te verminderen en milieuvervuiling tegen te gaan. Toen ik in 2022 bij Kempen wegging, heb ik bewust het besluit genomen om voortaan in mijn werk zo veel mogelijk te focussen op het maken van impact, op investeringen die ertoe doen in die zin dat ze positief aan verandering kunnen bijdragen. Mijn besluit kwam voort uit een persoonlijke zoektocht naar meer purpose in mijn werk. Dat ik kinderen kreeg – ze zijn nu vijf, acht en tien jaar

oud - is ook een trigger geweest om op zoek te gaan naar meer purpose. Ik kwam tot het inzicht dat ik, als ik behalve aan mijn drukke gezin ook aandacht aan andere zaken wilde blijven besteden, dan wél dingen wilde doen die betekenisvol waren. Ik was

‘De brede adaptatie van duurzaamheid binnen de financiële sector is aangejaagd door wet- en regelgeving.’

CV

Ulrike Kostense



Ulrike Kostense is Lead Indirect Investments bij Invest-NL. Ze startte haar carrière in Nederland bij Kempen Capital Management en vervulde daarvoor financiële posities in Berlijn (Skandia Management & Service GmbH) en Londen (Skandia Group). Kostense legt zich met overtuiging toe op impactbeleggen en deed als onafhankelijk consultant onderzoek op dit terrein, onder meer naar investeringsoplossingen voor institutionele beleggers om armoede te bestrijden.

dus al enigszins in aanraking gekomen met impactbeleggen. Ik voelde dat als ik me daar helemaal op zou kunnen richten, ik mogelijk een bijdrage kon leveren om de wereld een stuk beter te maken en vooral te beschermen. Ik heb toen een tijd als zelfstandig consultant gewerkt en Invest-NL was me al opgevallen vanwege hun sterke focus op investeringen die er echt toe doen, met de focus op de belangrijke transitie naar bijvoorbeeld een circulaire economie en een duurzaam voedselsysteem: toekomstbestendige innovaties en de drive om het samen te willen doen. Dat alles komt hier samen en brengt mij die purpose.

Ik heb een lange carrière in de klassieke financiële sector gehad, waarbij ik vooral met mannelijke collega's heb gewerkt. Een vrouw in het team was doorgaans een uitzondering. Ik was daaraan gewend, vond het ook wel makkelijk schakelen met mijn mannelijke collega's. In de loop van de tijd ben ik me steeds meer bewust geworden van het thema diversiteit. De voordelen ervan werden geleidelijk aan ook steeds meer benoemd en onderkend. Inmiddels is er consensus over dat een goede balans tussen de seksen tot betere bedrijfsresultaten leidt en dus van grote waarde is. Maar die goede balans is er nog lang niet overal. Daarvoor moet je het thema echt permanent agenderen en eraan blijven werken tot er commitment ontstaat. Dan wordt het makkelijker om de volgende stappen te zetten en divers talent aan te trekken. Ik beschouw het als een voorrecht dat mijn werkgever een divers samengesteld bedrijf wil zijn waar heel veel bespreekbaar is, we als professionals onszelf kunnen zijn en gewaardeerd worden om wat we kunnen. Ik probeer in zekere zin ook een rolmodel te zijn voor anderen die in deze wereld komen werken. Ook voor mij zijn er vrouwen én mannen geweest die de functie van rolmodel vervulden en ook nu heb ik

nog mijn eigen rolmodellen.

Van hen heb ik ook geleerd om voor mijzelf op te komen. Iets waar mannen, is mijn ervaring, vaak beter in slagen dan vrouwen. Als ik iets wil, moet ik daar duidelijk over zijn en ervoor gaan. Op een manier die bij mij past. Ik heb ook geleerd mijn grenzen aan te geven en vind het belangrijk dat anderen dat ook durven. De ruimte die ik daardoor creëer, is ook nodig om mijn werk goed te kunnen combineren met mijn verplichtingen aan het thuisfront. Die kan en wil ik niet zomaar opzij schuiven. Ik heb geleerd naar het grotere perspectief te kijken en goed na te gaan wat echt belangrijk is. De juiste balans tussen werk en privé is dynamisch. Ik ben ambitieus, maar ook mijn dag heeft maar 24 uur. Dus op alles een tien scoren zit er niet in. Dat te accepteren, blijft een uitdaging.

Maar mijn grootste uitdaging is om meer investeerders te bewegen tot duurzamere en impactvollere investeringen. Vaak wordt gedacht dat impact maken met zich meebrengt dat je inlevert op financieel rendement. Soms is dat zo. Maar heus niet altijd. Om dat in te zien, is educatie nodig en moeten we het krachtenveld om investeringen de juiste kant op te laten bewegen, goed benutten. Ik draag mijn steentje bij. Op persoonlijk vlak heb ik mezelf empowered om hier helemaal voor te gaan.

Dingen in beweging brengen, drijft mij als persoon. Vandaar mijn keus voor impactbeleggen. Ik wil met mijn werk ook iets kunnen betekenen voor de komende generaties. Ik wil dat mijn kinderen en hun kinderen veilig en gezond kunnen opgroeien. Wat ik eerder beschreef in termen van purpose zoeken, is hier zonder meer mee verbonden. ■

‘Vaak wordt gedacht dat impact maken met zich meebrengt dat je inlevert op financieel rendement. Soms is dat zo. Maar heus niet altijd.’

Direct lending biedt meer maatwerk-mogelijkheden

Door Hans Amesz Fotografie Joep van Drunen



Er is al enige tijd sprake van een verschuiving van publieke naar private markten. Banken zijn steeds minder bereid om leningen aan bedrijven te verstrekken en private kredietverstrekkingen vullen dat gat op. Direct lending is inmiddels een volwassen en concurrerende beleggingscategorie geworden.

Wat is direct lending?

Raman Rajagopal: ‘Direct lending houdt in dat niet-bancaire instellingen rechtstreeks leningen verstrekken aan bedrijven, zonder tussenkomst van traditionele banken. In tegenstelling tot traditionele banken bieden directe kredietverstrekkers meestal efficiëntere acceptatieprocessen, beter aanpasbare schuldstructuren en financieringszekerheid. Daarom blijft het een favoriete bron van kredietfinanciering voor eigenaren van op groei gerichte bedrijven in het middensegment, zoals private equity-bedrijven.’

Paul Henriot: ‘Onder direct lending verstaan wij leningen aan bedrijven met een omvang van tussen 10 miljoen EBITDA tot 75 miljoen en meer op dit moment. Meestal gaat het om LBO-financieringen.’

Stuart Mathieson: ‘De term direct lending heeft vooral betrekking op LBO-financiering, maar de wereld evolueert en directe leningen buiten bedrijven om komen ook steeds vaker voor, of dat nu in de vorm van royalties is of in de vorm van leasing. We zien dat veel assets die van oudsher in handen van banken waren, nu ook in handen komen van fondsen en vermogensbeheerders.’

Axel Wehtje: ‘Direct lending is het verstrekken van kredietlijnen aan bedrijven, of dat nu gebeurt in de vorm van junior of senior credit of iets daartussenin. Er zijn verschillende smaken van direct lending en iedereen doet het net even anders.’

Hoe verschilt direct lending van traditionele bankleningen enerzijds en van andere vormen van private debt of private credit anderzijds?

Mattis Poetter: ‘Direct lending en private credit worden vaak door elkaar gehaald. Als je kijkt naar wat de banken vijftien, twintig jaar geleden deden, dan is dat vergelijkbaar met wat wij nu doen op het gebied van direct lending. Je zou dus kunnen zeggen dat we in de nieuwe wereld een relatie met de lener hebben, zoals de banken vroeger. Maar wel in een heel andere opzet, wat betreft onder andere fondsstructuur en organisatiestructuur. Onze enige klant is eigenlijk de LP en al onze seniors zijn door en door investeerders. We gedragen ons heel anders dan een bank twintig jaar geleden.’

Henriot: ‘Directe kredietverstrekkers zijn wendbaarder, flexibeler, ook met betrekking tot leverage-niveaus, en sneller dan sommige banken. Veel banken hebben over het algemeen ook beperkingen wat betreft het risico dat ze kunnen nemen.’

Mikkel Sckerl: ‘De extra flexibiliteit die directe kredietverstrekkers kunnen bieden, brengt natuurlijk ook extra risico’s met zich mee. Directe kredietverstrekkers verschillen van banken door de mogelijkheid om soms meer risico’s te nemen, maar daar worden ze wel voor gecompenseerd.’

Menno van den Elsaker: ‘Voor ons was het startpunt van direct lending in 2014/15, toen de Europese markt voor direct lending nog in de kinderschoenen stond. Het was een natuurlijke uitbreiding van onze mogelijkheden op het gebied van high yield en leveraged bankleningen. Ook in termen van diversificatie was dit interessant, aangezien we toegang kregen tot nieuwe (private) bedrijven. Voor een grote institutionele belegger zoals wij is het belangrijk om in verschillende markten te beleggen.’

Luc Toren: ‘Onderzoek toont aan dat er een zogenoemde private markets-premie te verdienen is in private debt. Direct lending werkt diversificerend ten opzichte van beursgenoteerde leningen >

Voorzitter:

Markus Schaen,
MN

Deelnemers:

Menno van den Elsaker,
APG Asset Management
Boris Harmsen,
Pemberton Asset Management
Paul Henriot,
HSBC Asset Management
Stuart Mathieson,
Barings
Mattis Poetter,
Arcmont Asset Management
Raman Rajagopal,
Invesco
Mikkel Sckerl,
Capital Four
Luc Toren,
Wealth Management Partners
Danny Vroegop,
Colesco
Axel Wehtje,
Park Square Capital



VOORZITTER

Markus Schaen

Markus Schaen is sinds 2008 werkzaam als Senior Fundmanager Fixed Income bij MN. Hij werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht behaalde hij zijn doctoraal-titel in Bedrijfseconomie, waar hij tevens de Register Accountancyopleiding afrondde. Ook volgde hij de postdoctorale studie Treasury Management aan de VU Amsterdam.



**Menno
van den Elsaker**

Menno van den Elsaker is Head of Alternative Credits en Hypotheken bij APG Asset Management. Sinds 2017 heeft hij zich beziggehouden met de oprichting en uitbreiding van beide beleggingscategorieën als aparte strategische allocatie binnen de klantportefeuilles. Daarnaast is hij bij APG lid van het management team van Fixed Income en het beleggingscomité voor private en kapitaalmarktbeleggingen.



**Boris
Harmsen**

Boris Harmsen, Managing Director, is Head of Benelux en Head of Origination bij Pemberton Asset Management in Scandinavië. Daarvoor was hij van 2015 tot 2019 werkzaam bij Deutsche Industriebank AG. Harmsen heeft 15 jaar ervaring in de credit- en private equity markten in de Benelux, onder meer opgedaan bij Egeria, Deutsche bank en ABN AMRO Bank. Harmsen studeerde Nederlands Recht en Ondernemingsrecht aan de Rijksuniversiteit Groningen.



**Paul
Henriot**

Paul Henriot is Managing Director in de Capital Solutions Group ('CSG') bij HSBC Asset Management en werkt sinds 2005 in de financiële sector. CSG is belast met het werven van fondsen en het creëren van op maat gemaakte aanbiedingen in private en duurzame assets voor beleggers bij zowel institutionele als vermogensklanten van HSBC Asset Management.



**Stuart
Mathieson**

Stuart Mathieson is Head of Europe, APAC Private Credit & Capital Solutions bij Barings. Momenteel is hij voorzitter van de Capital Solutions-beleggingscommissie en is hij lid van diverse andere beleggingscommissies binnen het bedrijf: European Private Credit, North America Private Credit, APAC Private Credit, European High Yield en het MassMutual Ventures Europa & Asia Fund. Mathieson werkt sinds 2002 voor Barings.



**Mattis
Poetter**

Mattis Poetter is Partner en Co-CIO van Arcmont Asset Management en was eerder Partner bij BlueBay's Private Debt groep. Voorafgaand aan BlueBay was Poetter Director in het Private Credit team van HPS Investment Partners. Daarvoor werkte hij zeven jaar in het European Leveraged Finance team van J.P. Morgan. In 2007 behaalde Poetter een graad in Business Administration aan de Vienna University of Economics.



**Raman
Rajagopal**

Raman Rajagopal is Senior Client Portfolio Manager voor Invesco's wereldwijde Private Credit-groep. Hij is verantwoordelijk voor de productontwikkeling, structurering en marketing van beleggingsstrategieën voor senior leningen en alternatieve credit-producten. Rajagopal behaalde een BS-graad met universitaire onderscheiding aan de Carnegie Mellon University en een JD aan de University of Southern California Law School.



**Mikkel
Sckerl**

Mikkel Sckerl is Portefeuillemanager en Senior Partner bij Capital Four. Hij begon daar in 2013 en is tevens lid van het Investment Committee voor Private Debt, Leveraged Loans en High Yield. Eerder werkte hij onder meer bij Saxo Bank en bij Citibank. Sckerl heeft een MSc in Finance & Economics van de Universiteit van Warwick en een MSc in Economics van de Universiteit van Kopenhagen.



**Luc
Toren**

Luc Toren is sinds 2020 Senior Fund Manager bij Wealth Management Partners. Hiervoor was hij ruim zes jaar werkzaam als Fund Manager bij a.s.r. real estate investment management. Toren studeerde Bedrijfs-economie aan de Universiteit van Amsterdam en heeft zijn MSc in Real Estate Management & Development behaald aan de Technische Universiteit Eindhoven.



**Danny
Vroegop**

Danny Vroegop is medeoprichter en CIO van Colesco Capital, waar hij de rol van voorzitter van de directie en het investeringscomité vervult. Voordat hij Colesco oprichtte, was hij verantwoordelijk voor de wereldwijde leveraged finance-activiteiten en Private Equity klantenbasis van de Rabobank Groep. Hij heeft een IMD executive MBA en een MSc International Finance van de Universiteit van Amsterdam.



**Axel
Wehtje**

Axel Wehtje is Partner bij Park Square Capital in Stockholm. Voordat hij in 2017 bij Park Square begon, was hij Executive Director bij Goldman Sachs in Londen, waar hij 8 jaar in het leveraged finance-team zat. Wehtje studeerde af aan de Stockholm School of Economics met een MSc in Finance.

en private equity, wat, net als het overwegend variabele rentekarakter van de onderliggende leningen in private debt, aantrekkelijk is in een volatiel renteklimaat. Daar hebben investeerders van geprofiteerd.’

De populariteit van direct lending is in de afgelopen paar jaar toegenomen en dit lijkt zich voort te zetten. Waar komen de allocaties vandaan? Uit andere beleggingscategorieën? Of uit een omschakeling van liquide naar illiquide?

Van den Elsaker: ‘De aandacht voor en de focus op de private markten is over de hele linie toegenomen. Private credit is daar een van de componenten van geweest.’

Boris Harmsen: ‘Dat is juist. Private credit is een breed begrip met verschillende risico-rendementsprofielen. De allocaties kunnen dan ook zowel uit de equity- als uit de liquide fixed income-hoek komen.’

Van den Elsaker: ‘We kwamen uit een omgeving met negatieve rentes en zeer lage rendementen en spreads. Dat was denk ik voor veel beleggers een reden om meer te alloceren naar private credits.’

Wehtje: ‘Er is al langer sprake van een verschuiving van publieke naar private markten. Hoe krijg je daar toegang toe? De financiering van bedrijven door banken gaat achteruit en private kredietverstrekkers vullen dat gat op.’

Henriot: ‘Veel klanten hebben ons gezegd dat ze hun allocatie naar private assets verhogen omdat er op de publieke, liquide markten te veel volatiliteit is.’

Danny Vroegop: ‘Sommige beleggers switchen naar onderhands schuldpapier vanwege een private equity-achtig rendement tegen een veel lager risico met stabiele cash-inkomsten. Daarnaast geeft direct lending de mogelijkheid voor investeerders om impact te creëren en duurzaamheidsdoelstellingen te halen.’

Mathieson: ‘De beleggingscategorie direct lending heeft de afgelopen jaren – met onder andere COVID en een sterk oplopende inflatie – bewezen behoorlijk veerkrachtig te zijn. De partnerschaps-

‘Directe kredietverstrekkers zijn wendbaarder, flexibeler en sneller dan sommige banken. Veel banken zullen ook beperkingen hebben wat betreft het risico dat ze kunnen nemen.’

benadering, die volgens mij de kern vormt van private credit of direct lending, is een zeer veerkrachtig model gebleken.’

Rajagopal: ‘Allocaties naar private kredietverlening, inclusief direct lending, zijn vaak afkomstig van institutionele beleggers die op zoek zijn naar hogere rendementen in combinatie met een lagere volatiliteit. Ook vermogende beleggers investeren steeds vaker in deze sector. Private kredietverlening is voornamelijk een beleggingscategorie met een variabele rente en een verwaarloosbaar duration-risico. Om deze allocaties te financieren, verlagen beleggers doorgaans hun exposure in traditionele vastrentende assets, zoals staats- en bedrijfsobligaties, die lagere rendementen en een hogere volatiliteit hebben. We hebben ook een toename gezien in de interesse naar hoger renderende delen van private debt, zoals special situations. De mogelijkheden zijn aanzienlijk toegenomen en bieden aandelenachtige rendementen met aanzienlijke risicobeperkende maatregelen. Dit is met name aantrekkelijk in een tijd waarin traditionele strategieën met een hoog rendement, zoals private equity, tegenwind ondervinden van hogere kapitaal-kosten.’

De markt voor direct lending is in de loop van de tijd meer gedifferentieerd en gesegmenteerd geworden. Wat zijn de voor- en nadelen van de verschillende segmenten?

Poetter: ‘Je differentieert door middel van minder wanbetalingen, minder verliezen. De kredietkwaliteit, de sponsorkwaliteit in de hogere middenmarkt, wil je hebben vanwege de veerkracht en weerbaarheid van de assets.’

Henriot: ‘Vanwege de flexibiliteit en de hogere leverage zien we een verschuiving van kleine en middelgrote kapitalisaties naar grotere kapitalisaties.’

Sckerl: ‘Wij richten ons meer op het midden- en lagere middensegment of op bedrijven met een EBITDA van rond de € 20 miljoen. Onze ervaring van de afgelopen tien jaar is wat dat betreft gunstig: er valt een extra premie te verdienen in dit segment van de markt. Met name op het gebied van neerwaartse bescherming, documentatie en kapitaalstructuren is dit segment van de markt behoorlijk robuust.’

Een van de voordelen van direct lending is de neerwaartse bescherming door bijvoorbeeld een betere leningsdocumentatie en leningsconvenanten. Wat zijn de belangrijkste convenanten?

Rajagopal: ‘Directe leningen bieden een aantrekkelijke bescherming tegen neerwaartse risico's omdat het meestal senior secured posities zijn aan de top van een kapitaalstructuur met schulden. Dit geeft de kredietverstrekkers een preferente claim op de assets van een bedrijf in het geval van onvoorziene uitdagingen. Onderhoudsconvenanten kunnen ook een kenmerk zijn van deze markt, vooral bij bedrijven in het lagere en middensegment. Bij deze kleinere bedrijven kunnen onderhoudsconvenanten zinvol zijn als een vroegtijdige indicator van de uitdagingen van een bedrijf en zijn ze ontworpen om te worden geactiveerd binnen de intrinsieke waarde van het bedrijf om waarde te behouden.’

Vroegop: ‘Convenanten moeten relevant zijn en, om het zo maar te omschrijven, bijten. Als dat niet het geval is, kun je als

direct lender in het ergste geval met lege handen komen te staan. Of een convenant werkt, is niet via vaste standaarden vast te stellen. Hiervoor heb je professionals nodig die een adequate beoordeling kunnen maken en op basis van geïdentificeerde risico's de juiste en passende convenanten kunnen vaststellen.’

Henriot: ‘Op dit moment, met de huidige rentetarieven, kijken we naar kasstromen, kasstromen en kasstromen. Met de cashflow valt niet te spelen en cashflowdekking is op dit moment de belangrijkste en meest beperkende voorwaarde in een leningovereenkomst.’

Mathieson: ‘Er is op dit moment duidelijk sprake van een iets meer concurrerende dynamiek in de markt. Waar wij opereren, in de centrale middenmarkt, zullen we altijd een leverage-convenant hebben en een vastelastenconvenant. Naarmate transacties groter worden, zal er echter onvermijdelijk druk zijn om flexibelere voorwaarden te bieden, want dat is waar private credit concurreert met de gesyndiceerde markt.’

Poetter: ‘Convenanten zijn belangrijk. De grotere SMA's hebben soms een raamwerk met ons waarin we afspraken maken over passende niveaus van hefboomwerking en andere belangrijke voorwaarden.’

Wehtje: ‘Het belangrijkste – en dat is geen convenant – is het bedrijf waarin je investeert. Is dit een goed bedrijf, heb ik mijn huiswerk ter beoordeling goed gedaan, begrijp ik de risico's van dit bedrijf? Als je hierop geen eenduidige antwoorden hebt, maakt het eigenlijk niet uit of je een convenant hebt. Dat is pas de tweede stap na het kiezen van de kredietnemer.’

Henriot: ‘De sponsor achter het bedrijf is voor ons ook cruciaal. We zouden willen kijken naar twee parameters: hoe gedraagt de sponsor zich en hoeveel equity staat er op het spel?’

Harmsen: ‘Het voordeel van private credit in het algemeen is dat de verstrekkers daarvan een nauwe relatie hebben, of zouden moeten hebben, met

‘We kwamen uit een omgeving met negatieve rentes en zeer lage rendementen en spreads. Dat was voor veel beleggers een reden om meer te alloceren naar private credits.’

de kredietnemers. Dat de CFO van het betreffende bedrijf slechts één e-mail of WhatsApp van je verwijderd is, zodat je weet hoe het bedrijf ervoor staat en je in een vroeg stadium over de nodige informatie beschikt.’

In het verleden ging het bij direct lending vaak om min of meer beloofde rendementen van 8% tot 12%. Wat kunnen beleggers in direct lending nu verwachten?

Mathieson: ‘De belangrijkste componenten van de totale rendementsverwachting zijn de basisrente, de marge op de lening en de vooruitbetaalde kosten, en hoe je deze gaat afschrijven. Ik denk dat rendementen van dubbele cijfers vandaag de dag haalbaar zijn. Als de rente naar beneden gaat, zullen de rendementen ook dalen. Lagere basisrentes zijn positief voor leners en misschien verandert het risico dan ook.’

Toren: ‘Voor investeerders is de basisrente gestegen, wat gevolgen heeft gehad voor de verwachte rendementen voor private markten. Als beleggers nu vooruitkijken, gaan ze uit van een heel andere rentecurve dan pakweg 12 tot 24 maanden geleden. Hoe snel en in welk opzicht dat weer zal veranderen, hangt af van de macro-economische omstandigheden.’

Sckerl: ‘Ik denk niet dat het structurele voordeel en de aantrekkelijkheid van de beleggingscategorie direct lending zijn veranderd ten opzichte van een paar jaar geleden. Zo’n twee jaar geleden waren de rendementen misschien abnormaal hoog, maar inmiddels zijn die gedaald naar een meer genormaliseerd niveau.’

Henriot: ‘Direct lending kan nog steeds een gezond rendement – vaak rond de 6% (boven basisrente) – opleveren. Als je een sourcing-overeenkomst hebt, als je de markt op een andere manier kunt benaderen – misschien regionaal (dat wil zeggen lokaal) – dan kun je je prijzen handhaven, anders zul je het implementatietempo moeten verlagen.’

Wehtje: ‘Belangrijk bij het verlenen van krediet is het laag houden van verliespercentages. We kennen immers geen oneindige upside in onze deals: de winst

‘De beleggingscategorie direct lending heeft de afgelopen jaren – met onder andere COVID en een sterk oplopende inflatie – bewezen behoorlijk veerkrachtig te zijn.’

is beperkt. Bij het beheer van de portefeuille moet, als gezegd, het verliespercentage laag worden gehouden. Door die beleggingsfilosofie creëer je consistente fondsprestaties over een langere periode.’

Van den Elsaker: ‘Wij houden er bij de prognose van het basisrendement rekening mee dat er één of twee, misschien drie bedrijven in gebreke blijven. Portefeuilles van directe leningen zijn meestal wat meer geconcentreerd. Als het om twintig leningen gaat, heeft één wanbetaling een veel grotere impact dan als het om vijftig of zestig namen in de portefeuille gaat. Zo zorgen we ervoor dat we een buffer aan onze kant hebben. Ik denk overigens dat er een aantal jaren geleden, rekening houdend met wanbetalingen en verliezen, sprake was van rendementen tussen de 6% en 7% voor senior direct lending en niet van rendementen tussen de 8% en 12%.’

Poetter: ‘Op dit moment genereren we >





geen niet-duurzame rendementen, al maken we op geen enkel fonds een buitensporig hoog rendement. Ik denk dat het inderdaad belangrijk is om meer dan vijftig – idealiter zeventig tot tachtig – namen in portefeuille te hebben, zodat er echte diversificatie is en een enkel verlies het rendement van het fonds niet echt zal schaden.’

Harmsen: ‘Investeerders zijn, denk ik, soms een beetje terughoudend ten opzichte van private credit vanwege het gebrek aan transparantie of de nodige informatie. Elke fatsoenlijke private debt-manager, direct lending-manager of hoe je het ook wilt noemen, moet in staat zijn de benodigde data te verschaffen, zodat je als belegger een goed en gedegen oordeel kunt vellen. Daarvoor zijn due diligence-vaardigheden nodig en ik denk dat de investeerder, nu deze markt volwassen is geworden, in staat is om die analyse te maken.’

‘Het voordeel van private credit in het algemeen is dat de verstrekkers daarvan een nauwe relatie hebben, of zouden moeten hebben, met de kredietnemers.’

Toren: ‘Er is sprake van productinnovatie binnen private debt. In de markten waarin wij ons begeven, zijn er in toenemende mate hybride en evergreen beleggingen, waar beperkte informatie wordt gegeven over de onderliggende exposures. Daarom is het voor de gemiddelde belegger lastig om in te schatten hoeveel risico er in hybride en evergreen fondsen zit en wat de feitelijke hoeveelheid private debt is binnen deze financiële producten.’

Hoe navigeren direct lending-managers nu door de markten? Hoe zetten ze hun fondsen in? Is dat anders dan in het verleden?

Mathieson: ‘Naast het verstrekken van leningen aan nieuwe emittenten, zal een aanzienlijk deel van de inzet van managers voortkomen uit het opschalen en exploiteren van hun bestaande portefeuilles. Om een voorbeeld te geven: van de twintig deals die we hebben gedaan in de eerste zes maanden van dit jaar, waren er waarschijnlijk vijftien of zestien aanvullende financieringen voor bestaande leningen. Dat is het soort off-market origination waar alleen spelers met schaalgrote toegang toe hebben en dat is erg aantrekkelijk. Het gaat om bedrijven die je kent, die gegroeid zijn, die hun plannen met succes hebben uitgevoerd en die nu extra kapitaal vragen om de volgende stap te zetten. Overigens is het in deze markt moeilijk om, als je al niet groot bent, een speler op grote schaal te worden.’

Vroegop: ‘Met veel dry powder kan er ook veel druk zijn om sneller te investeren. Dan investeer je wellicht ook in zaken die misschien niet zo aantrekkelijk zijn en niet aan je originele eisen voldoen. Ik ben er een groot voorstander van om het beste rendement na te streven en om de paarden soms in bedwang te houden. Hierdoor geef je niet toe aan investeringsdruk. Zo zijn grote unitranch clubdeals met meerdere grote partners natuurlijk mooi vanuit uitzettings-overwegingen. Maar voor de belegger verdwijnt een deel van zijn spreiding, zeker voor diegene die verwachte spreiding te hebben door meerdere grote managers aan te stellen.’

Wat betekent een en ander voor managers die de markt willen betreden?

Mathieson: ‘De markt is op de meeste gebieden richting schaalvergroting gegaan. Er is wel een plek voor niches, dat wil ik niet ontkennen. Ik denk dat het steeds moeilijker wordt om in te breken in de direct lending-business, tenzij je heel precieze niches kunt definiëren.’

Henriot: ‘Daar ben ik het mee eens. Als je een nieuwe speler bent en je hebt geen bestaande portefeuille, is het heel moeilijk om te concurreren. Sourcing is de sleutel en die kan bijvoorbeeld komen van je bestaande portfolio, door lokale of regionale toegang en door te focussen op een zeer specifieke niche.’

Sckerl: ‘Om toegang te krijgen tot de markt, is het hebben van een sterke originatie-capaciteit belangrijk. Het is een kwestie van sourcing-relaties. Als je alleen vertrouwt op een paar sponsors en die steunt, is dat een slecht uitgangspunt als die sponsors op dit moment niet erg actief zijn.’

Poetter: ‘Ik denk dat we gediversificeerd moeten zijn met betrekking tot sponsors, relaties, enzovoort. Je kunt niet zomaar je tijd om in de markt te stappen uitkiezen en op een bepaald moment veel inzetten. Dat is niet verstandig.’

Vroegop: ‘Nieuwe fondsen kunnen daarentegen door specialisatie en netwerk ook nieuwe segmenten aanboren die nu niet gemakkelijk beschikbaar zijn voor beleggers. Een voorbeeld hiervan is de duurzame zijde van de mid-market, waar vraag is naar een manager met capaciteiten die een onderneming ook echt vooruit kan helpen en gelijktijdig bijdraagt aan de impact en duurzaamheidsdoelstellingen van investeerders.’

Hoe weet een belegger welke direct lending-manager het beste bij hem past?

Van den Elsaker: ‘Je moet naar de kwaliteit van het investeringsteam kijken en bijvoorbeeld weten hoe breed dat is opgezet. En dan moet je een afweging maken tussen de grotere kredietverstrekkers en de kleinere. Wij willen vaak

‘Bij het beheer van de portefeuille moet het verliespercentage laag worden gehouden. Door die beleggingsfilosofie creëer je consistente fondsprestaties over een langere periode.’

bijvoorbeeld additionele rechten rondom governance en controle, maar in sommige gevallen kunnen grotere managers daar niet in voorzien. Dan kan het lonen om meer tijd en energie in een kleinere kredietverstrekker te steken. Het is altijd belangrijk om de risico's zoveel mogelijk te beperken. Uiteindelijk beoordeel je dus het hele pakket en dat vereist een grondige due diligence.’

Harmsen: ‘Voor een belegger zijn discipline en een lange termijn set-up van de manager van belang. Voor een belegger is het van groot belang te begrijpen om wat voor soort private debt fund het gaat: is het een manager met lokale teams, of is het een manager die bijvoorbeeld vanuit Londen werkt?’

Directe leningen presteerden in het verleden over het algemeen beter dan gesyndiceerde leningen. Zal dit zo blijven, gezien het feit dat het spreadverschil kleiner is geworden en fondsen voor directe leningen er langer over doen om toezeggingen te investeren? Waarom zou een belegger een fonds voor directe leningen verkiezen boven een fonds met gesyndiceerde bankleningen?

Rajagopal: ‘Directe leningen kunnen beter blijven presteren dan gesyndiceerde bankleningen vanwege de hogere spreads en de lagere volatiliteit van de asset-prijzen als gevolg van de liquiditeitspremie en marktinefficiëntie. Er zal natuurlijk wel sprake zijn van eb en vloed in de uitgifte: in tijden van zwakke uitgifte in de markt voor breed gesyndiceerde leningen (BSL) neemt de activiteit op het gebied van direct lending toe, zoals in 2022. Omgekeerd, als de markt voor nieuwe BSL-emissies sterk is, zoals >

‘Je moet open-minded zijn en de evolutie in de direct lending-industrie volgen om erachter te komen waar de volgende kansen liggen.’

in 2024, verschuiven veel leners van directe leningen naar de BSL-markten. In de toekomst verwachten we dat de grenzen tussen het grotere deel van de markt voor directe leningen en breed gesyndiceerde leningen zullen vervagen. Wij denken dat dit een interessante kans biedt voor beleggers die op zoek zijn naar exposure naar grotere, stabiele bedrijven met flexibiliteit om te beleggen via beide toegangspunten.’

Vroegop: ‘Er zijn verschillende redenen om bepaalde keuzes te maken. Als je een bepaalde beleggingsfilosofie of investeringsstrategie hebt, of je wilt geïnvesteerd zijn in bepaalde thema’s of SDG’s, verschaft direct lending meer maatwerkmogelijkheden. Gesyndiceerde leningen zijn toch meer een standaard-product. Via private debt is het mogelijk om op alle drie de dimensies – risico, rendement en duurzaamheid – betere resultaten te behalen.’

Sckerl: ‘De vergelijking tussen de prestaties van direct lending en syndicated bank loans gaat over de voorwaarden en prijzen in het verleden. Maar als je je als investeerder nu ergens op vastlegt, is dat natuurlijk voor nieuwe deals die in de komende jaren worden gesloten. Daar moet goed over worden nagedacht.’

‘Als je een bepaalde beleggingsfilosofie of investeringsstrategie hebt, of je wilt geïnvesteerd zijn in bepaalde thema’s of SDG’s, verschaft direct lending meer maatwerkmogelijkheden.’

Omdat beleggers zich voor een langere periode verbinden aan een direct fonds en verkopen moeilijk is, zijn de continuïteit van de vermogensbeheerder en een laag verloop belangrijk. Hoe zorg je ervoor dat het verloop binnen de perken blijft?

Poetter: ‘Consistentie en continuïteit van vermogensbeheerders zijn essentieel. Wij moeten ervoor zorgen dat mensen in ons team blijven: onze klanten kijken er allemaal naar hoe mensen worden gestimuleerd bij ons te blijven. Dat gebeurt zowel op mentaal als op financieel vlak.’

Scerkl: ‘Compensatie is voor de meeste mensen natuurlijk belangrijk, maar ze moeten ook een drijfveer hebben die hen motiveert om elke dag naar het werk te gaan. Je moet een omgeving en cultuur creëren waarin iedereen deel uitmaakt van het denken als eigenaren van het bedrijf: hoe het bedrijf toekomstbestendig te maken. Succesvol geweest zijn in het verleden, betekent niet dat je ook succesvol zal zijn in de toekomst. Daar moet strategisch over worden nagedacht en de hele organisatie moet daarbij betrokken zijn. Dat is makkelijker gezegd dan gedaan, maar mag zeker niet uit het oog worden verloren.’

Wehtje: ‘Wij hebben tien jaar geleden bewust besloten onze eigen mensen op te leiden, want een deel van ons succes is historisch gezien altijd te danken geweest aan de mensen die lang zijn gebleven.’

Direct lending is niet de goedkoopste beleggingscategorie. Hoe leggen jullie de vergoedingen uit aan beleggers? Wat zijn de verwachtingen voor de hoogte van de fees in de komende jaren?

Sckerl: ‘Dat de kosten relatief hoog zijn, komt doordat direct lending een moeilijkere beleggingscategorie is om toegang toe te krijgen. Eindbeleggers moeten managers inschakelen die veel nogal kostbaar werk moeten verrichten. Naarmate direct lending een meer geïnstitutionaliseerde en volwassen beleggingscategorie wordt, zullen de fees in de loop van de tijd waarschijnlijk

gaan dalen. Dat hebben we ook bij high yield en leveraged loans gezien.'

Mathieson: 'Beleggers kijken naar nettorendementen en dus willen ze liever geen hoge beheervergoedingen betalen. De fees voor beleggen in direct lending zijn niet vergelijkbaar met de stimulerende vergoedingen die geassocieerd worden met private equity en aanzienlijke vermogenswinsten. Het gaat om een heel ander model. Op dit moment denk ik dat beleggers in directe leningen bereid zijn om een premie te betalen voor wat een premium rendements-spreadproduct is, wat moeilijk toegankelijk is. Dat zal, denk ik, altijd zo blijven. Maar in de komende jaren zullen fees waarschijnlijk blijven dalen.'

Wehtje: 'Wij hebben ervoor gekozen met een intern financieel en administratief model te werken omdat we denken dat we het efficiënter kunnen doen dan in een uitbested model. Dat komt uiteindelijk neer op een lagere bruto-netto spread voor investeerders.'

Harmsen: 'Private credit is een moeilijk toegankelijke beleggingscategorie waar je een breed investeringsteam voor nodig hebt. Daar zijn kosten aan verbonden. De rendementen zijn daar ook naar, maar maak in elk geval een analyse op basis van de juiste aannames. Ik heb soms gemerkt dat deze aannames niet altijd correct waren bij beleggers.'

ESG en impact zijn belangrijke thema's voor pensioenfondsen, verzekeraars en andere beleggers. Hoe gaan jullie als directe kredietverstrekkers om met deze thema's?

Harmsen: 'Wij hebben nog geen impactfonds, daar werken we aan. Op vragenlijsten over ESG die we aan onze klanten hebben gestuurd, heeft 93% gereageerd. Dat illustreert de betrokkenheid van veel leners op het gebied van ESG. In onze fondsen kunnen ESG-strategieën geïmplementeerd worden. We trainen onze CFO's om CSRD-compliant te worden. Ik denk dat er veel potentieel is voor het opnemen hiervan in private debt.'

'In de toekomst verwachten we dat de grenzen tussen het grotere deel van de markt voor directe leningen en breed gesyndiceerde leningen zullen vervagen.'

Sckerl: 'De meesten van ons steunen door sponsors gesteunde bedrijven en buyouts. De sponsors zijn natuurlijk onderworpen aan de eisen van investeerders en hebben daarom ook een focus op ESG. Als wij een bedrijf benaderen om de financiering voor een koper of sponsor te regelen, maken die zelf ook een duurzaamheidsplan voor dat bedrijf en voor hun investeringshorizon. De mate van betrokkenheid en hoe je een duurzaamheidslening kunt structureren en daarover periodiek kunt rapporteren, zijn, denk ik, veel praktischer dan in de gesyndiceerde markt. De keerzijde is natuurlijk dat kleinere bedrijven misschien minder middelen hebben om de nodige gegevens te verstrekken. Je kunt ze daarbij helpen en in de toekomst voor heel wat verbeteringen zorgen.'

Henriot: 'Op dit moment zijn sponsors ook erg gericht op ESG. Voordat een lening wordt verstrekt, vindt er een structureringsproces plaats waarbij ook ESG-ratchets worden vastgesteld. Aanvankelijk was dat nogal vaag, maar nu leggen we veel nadruk op wat ESG-ratchets zijn, wat erachter zit, hoe erover gerapporteerd wordt, enzovoort. Dat wordt heel belangrijk in de due diligence.'

Mathieson: 'Goede ESG betekent eigenlijk goede kredietwaardigheid. Bedrijven met een slecht milieubeleid zullen het over het algemeen niet goed doen. Bedrijven die niet nadenken over hun sociaal beleid, daar willen mensen niet voor werken of producten van afnemen. Bedrijven met slechte managementteams maken over het algemeen fouten. Als gezegd: ESG is dus in wezen goed krediet. Als je doelen stelt, moet je je richten op zinvolle doelen. Bij gesyndiceerde leningen is dat moeilijk, omdat niemand verantwoordelijk wordt >

gesteld als die doelen niet gehaald worden.’

Wehtje: ‘ESG is altijd al onderdeel geweest van de risicobeoordeling. We kunnen bedrijven meestal niet dwingen om iets op ESG-gebied te doen, maar we kunnen dat wel via engagement proberen te veranderen. Wij gebruiken een softwaretool om gegevens te verzamelen, waardoor we kunnen vergelijken: hoe doet een bedrijf het op ESG-gebied in vergelijking met onze portefeuille? We hebben ontdekt dat dat een positieve manier is om betrokkenheid te creëren en een soort impact te hebben.’

Poetter: ‘Het is veel makkelijker geworden om werk te maken van ESG en impact en om het goed te doen in private kredietverlening dan we drie of vier jaar geleden allemaal dachten. Wijzelf beginnen nu met een impactstrategie.’

Vroegop: ‘Vanuit het oogpunt van de belegger is er veel meer mogelijk op ESG-gebied als er voor directe leningen wordt gekozen. Als directe kredietverstrekker kun je veel bereiken, vooral ook met betrekking tot kleinere bedrijven, die je met specifieke kennis op duurzaamheidsgebied echt een duwtje in de rug kunt geven. Daarmee helpen we deze ondernemingen een echte transitie te maken.’

Welke lessen hebben jullie in de afgelopen jaren geleerd?

Vroegop: ‘Met een consistente en zorgvuldige aanpak realiseer je de meest succesvolle en langdurige resultaten en relaties.’

Wehtje: ‘Concentreer je op kwaliteit en wees gedisciplineerd. Laat je beleggingsfilosofie niet dicteren door je omgeving.’

‘Diversificatie van je fondsen is van essentieel belang, bijvoorbeeld om door een crisis te komen.’

‘Naarmate direct lending een meer geïnstitutionaliseerde en volwassen beleggingscategorie wordt, zullen de fees in de loop van de tijd waarschijnlijk gaan dalen.’

Henriot: ‘Direct lending is nu een behoorlijk volwassen en concurrerende beleggingscategorie. Discipline en differentiatie zijn van het grootste belang.’

Sckerl: ‘Uiteindelijk gaat het om een zogenoemde solide kredietacceptatie: het kredietrisico moet acceptabel zijn.’

Mathieson: ‘Zorg voor een goed proces, wees selectief, bewandel geen sluiproutes.’

Harmsen: ‘Je moet een breed team hebben dat in staat is om te gaan met het onverwachte. Met name de afgelopen vier jaar hebben we gezien dat het eigenlijk nooit zo gaat als je van tevoren dacht. Daar moet je in je investeringsproces rekening mee houden.’

Poetter: ‘Diversificatie van je fondsen is van essentieel belang, bijvoorbeeld om door een crisis te komen.’

Van den Elsaker: ‘Het gaat om het beleggingsteam. Dat moet je goed opbouwen. Dat je elkaar kunt uitdagen en dat iedereen de passie heeft om de best mogelijke beleggingen te doen. En het moet ook een beetje leuk zijn met elkaar.’

Toren: ‘Je moet open-minded zijn en de evolutie in de direct lending-industrie volgen om erachter te komen waar de volgende kansen liggen en waar de meest aantrekkelijke voor risico gecorrigeerde rendementen te behalen zijn.’ ■

IN HET KORT

Direct lending blijft een favoriete bron van schuldfinanciering voor eigenaren van op groei gerichte bedrijven in het middensegment.

Direct lenders zijn wendbaarder, flexibeler en sneller dan sommige banken.

Direct lending biedt investeerders een goede mogelijkheid om impact te creëren en duurzaamheidsdoelstellingen te halen.

Directe leningen bieden een aantrekkelijke bescherming tegen neerwaartse risico's. Het kan nog steeds een gezond rendement – vaak rond de 6% – opleveren.

Directe leningen kunnen beter blijven presteren dan gesyndiceerde bankleningen vanwege de hogere spreads en de lagere volatiliteit van de assetprijzen.

Dat de kosten relatief hoog zijn, komt doordat direct lending een moeilijkere beleggingscategorie is om toegang toe te krijgen.

Risk management revisited

In het verfilmde boek 'Brideshead Revisited' van Evelyn Waugh staat de nostalgie naar het kasteel Brideshead centraal, dat in de glorie-dagen zo'n 100 jaar geleden het aangename leven van de Engelse adel belichaamde. Soms heb ik datzelfde melancholieke gevoel als ik kijk naar de moderne risicomodellen en hun output met allerlei kwantitatieve variabelen, die alle risico's binnen een beleggingsportefeuille in kaart zeggen te brengen.

In deze tijd van artificial intelligence zal het waarschijnlijk binnen afzienbare tijd mogelijk zijn om de computer te vragen een aandelenportefeuille voor te stellen op basis van enkele vereisten als rendement, regio, benchmark, wat risicomaatstaven en andere persoonlijke wensen. AI vertelt je welke aandelen en/of beleggingsfondsen je in welke verhouding moet kopen. Vervolgens kun je de orders inleggen bij een bank en ben je klaar. Ook institutionele vermogens zouden misschien op deze manier in de toekomst gerund kunnen worden. Zouden ze dan wel de benchmark verslaan?

Eén van de meest sophisticated risicomodellen is het model van BlackRock, Aladdin geheten. Hier zijn historische data, economische variabelen en wiskundige genialiteit gecombineerd tot een excellent beleggingsmodel. Als fundamenteel belegger vraag ik me dan af: wat voor risico's worden er precies binnengehaald in zo'n beleggingsportefeuille?

Het is fijn om een lijst te hebben van hoe de portefeuille scoort op verwacht rendement, verschillende stijlfactoren, sortino risk en tracking error. Maar de cijfermatige onderbouwing van het maximale verlies bij een 2 standaarddeviatie-gebeurtenis geeft een vals gevoel van zekerheid. De echte wereld is namelijk geen werkelijkheid van calculeerbare risico's, maar kent fundamentele onzekerheid, zoals in de jaren '30 gedefinieerd door Knight. Donald Rumsfeld noemde dit in zijn periode als minister van Defensie, toen hij verwickeld was in een oorlog in Afganistan: de unknown unknowns.



Door **Bert Leffers**,
onafhankelijk
investment consultant

In 2008 kwam deze fundamentele onzekerheid boven water tijdens de kredietcrisis. Op het dieptepunt van die crisis leek het omvallen van banken als dominanten niet meer te stoppen. Van de vijf grootste zelfstandige Amerikaanse investment banks begin 2008 – Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers en Bear Stearns – waren 10 maanden later alleen de eerste twee nog overeind. Met dank aan veel overheidssteun.

Een keerpunt kwam toen de destijds 78-jarige Warren Buffett voor 5 miljard dollar aan kapitaal verstrekke aan Goldman Sachs middels 10% converteerbare preferente aandelen. Buffett staat erom bekend wars te zijn van statistische diversificatie, maar te streven naar fundamenteel gezonde bedrijven. Hij die altijd een ruime margin of safety eiste, vond de aandelendeal van Goldman Sachs voldoende aantrekkelijk om zijn reserves aan te spreken. Overigens had de topman van Lehman hem enkele maanden ervoor een paar keer gebeld om een kapitaalinjectie, wat hij weigerde.

In het verleden zijn vergelijkbare fundamentele beleggers als Philip Fisher, Peter Lynch en Seth Klarman in staat geweest om uitstekende beleggingsresultaten te realiseren (hun beleggingsboeken zijn aanraders). Fundamentele onzekerheid vereist een andere aanpak dan calculeerbare risico's. Emeritus hoogleraar Lex Hoogduin zei hier in zijn afscheidsrede deze zomer over dat zich altijd een (onaangename) verrassing kan voordoen. Voor een goede reactie hierop spelen alertheid, veerkracht, aanpassingsvermogen, creativiteit, antifragiliteit en leervermogen een cruciale rol. Waar worden deze factoren in risicomodellen benoemd? Staan deze factoren in de functieprofielen van CIO's en bestuurders van financiële instellingen?

Het sprookje van Aladdin heeft een happy end. De werkelijkheid is echter weerbarstiger. Het is zaak om bij beleggen risicoanalyses niet te beperken tot kwantitatieve, modelmatige risicomaatstaven, maar breder te kijken naar de wereld. Traditionele risicomaatstaven zijn zoals Engelse kastelen: sommige zijn vervallen tot een ruïne, terwijl andere nog recht-overeind staan en tot de fraaiste bouwwerken behoren. ■

The European private debt market environment

During the first half of 2024, there have been several important developments that are impacting the European private debt market favourably.

By *Ralph van Daalen and Jorg Sallaerts*

Private debt funds account for 50-60% of mid-market lending versus nil 10 years ago, whilst the number of credit institutions in the EU has declined at a 36% CAGR between 2008 and 2021¹.

With sponsors needing to both deploy record amounts of remaining dry powder² and return capital to investors before raising successor funds, we have also observed an uptick in exits across Europe, alongside direct lending deal-making that has been largely focused on new acquisition activity.

Primary issuance across the syndicated loan and high-yield bond markets has exhibited an uptick in 2024 following the periods of effective closure in 2022/23⁴, however we note that the vast majority of this has been related to refinancing activity for large-cap issuers.

This increase in activity is also true for the Benelux market, where in Q2 2024 the market represented a strong increase compared to Q1 2024. Although banks are showing improved deal activity on the broadly syndicated loan market, the

private debt market continues to show an increase in its share of the market, with 77% of completed transactions going the private debt route in Q2 2024⁵.

Whilst Arcmont's size and scale has allowed us to operate opportunistically in this segment at times, we remain focused on the core-middle and upper-middle market where we are most able to take advantage of our key strengths.

European private debt's attractive risk-return potential

Arcmont has benefitted from the strong pricing through 2024, with observed European private debt spreads rising to 6.8% as of Q2 2024⁷. This compares favourably with comparable US private debt facilities, which have been typically pricing in the 475-550bps range since the beginning of the year, and the asset class also offers investors a natural inflation hedge⁸.

European private debt has also offered investors a volatility hedge – largely due to the long-term, relationship driven, 'locked-up capital' operating model.

We believe that European

direct lending can deliver strong returns at a lower risk than the liquid markets, due to the ability to carry out more thorough due diligence, a continued focus on less cyclical industries, stronger investor protections, longer-term funding structures and proactive portfolio monitoring.

Long-term structural growth factors of European private debt

Since the Global Financial Crisis, the European financing market has been characterised by a transition away from banks in favour of private debt providers.

A further key development in the structure of private debt supply is the increased bifurcation of the market. The market can be segmented into a group of five fund managers with an average of \$ 28.9 billion of committed capital, and a 'long tail' of more than 250 lenders who have an average of \$ 1.2 billion committed capital¹⁰.

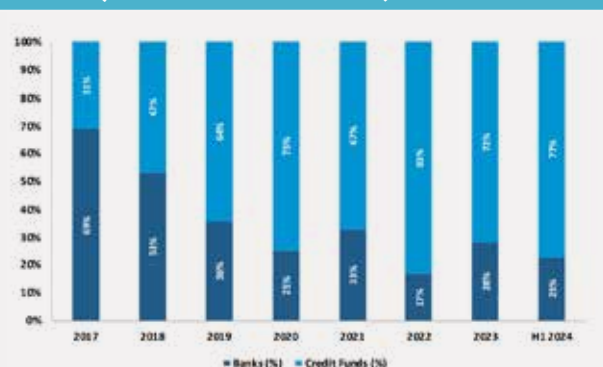
We increasingly observe a small cohort of established managers with the largest funds continuing to lead the broader market, given the benefits accruing to those firms that operate with significant size and scale. These funds are typically

FIGURE 1: DIRECT LENDING FOCUSED ON ACQUISITIONS³



Source: Arcmont Asset Management

FIGURE 2: MARKET SHARE IN THE BENELUX MARKET (SENIOR AND UNITRANCHE)⁶



Source: Arcmont Asset Management

FIGURE 3: FAIR VALUE: DIRECT LENDING SENIOR LOANS VS. LEVERAGED LOAN MARKET – CASE STUDY FOR EUROPE⁹



Source: Arcmont Asset Management

able to lend to larger, high-quality borrowers, at attractive terms given the limited competition in this part of the market.

This group of managers operates in a more interesting market to the other private debt lenders. The size of the larger market participants means that they are able to benefit from access to a broad and ever-increasing opportunity set¹¹ – whilst also being comprehensively resourced to manage operational complexity.

More broadly, private debt has successfully demonstrated the ability to offer flexibility and reliability in the provision of debt capital, and in so doing, has become a trusted partner for leading private equity sponsors across Europe¹².

This is relevant given that private equity dry powder – currently sitting at 3.6x the size of the private debt market – suggests material runway of growth exists for the asset class. There are also more than € 25 billion of loans maturing in the European markets over the course of the next two years for which private debt is well placed to refinance.¹³

Conclusion

We retain our firm conviction that European private debt continues to offer investors an attractive risk-return proposition. As such, we have summarised below the five key benefits that European private debt is currently offering to investors:

- Increased deal volumes: 80% of European LBOs have been financed by direct lending in the past two years¹⁴, and whilst liquid markets have reactivated, much of which has been issued is to meet refinancing requirements.
- Typically, lower leverage: Higher interest costs require a prudent and conservative approach to capital structures, a fact reflected in the circa 20% market-wide decline in opening leverage between 2022-23¹⁵.
- Generally improved terms: Private debt managers are typically able to negotiate strong terms given the limited availability of capital from other sources¹⁶.
- High quality borrowers: Private debt has gained increased access to high-quality credits, targeting large, stable businesses operating in defensive sectors.

Whilst the asset class has experienced a period of sustained growth in recent years, we believe private debt's combination of low volatility, portfolio diversification, natural inflation hedge and historic outperformance will continue to be attractive to investors¹⁷. ■



Jorg Sallaerts

Head of Benelux,
Arcmont Asset Management



Ralph van Daalen

Head of Business
Development Netherlands,
Nuveen Private Capital

SUMMARY

The private debt market continues to show an increase in its share of the total market.

European direct lending can deliver strong returns at a lower risk than the liquid markets.

A small cohort of established managers with the largest funds continue to lead the broader market.

Private debt has successfully demonstrated the ability to offer flexibility and reliability in the provision of debt capital.

- 1 European Banking Federation, EBF Facts & Figures - <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2023/05/Banking-in-Europe-EBF-Facts-and-Figures-2022-Updated-2023.pdf>
- 2 European direct lending deals by purpose (based on deal count). Source: LCD News Article 'Europe's private credit players adapt to changing financing landscape'
- 3 Traditional European banks share in mid-market financings (% total deals). Source: Information retrieved from the HL Midcap Monitor Q1 2024.
- 4 Includes High-Yield and Leveraged Loan Issuance. LCD data as of April 2024
- 5 Traditional European banks share in mid-market financings (% total deals). Source: Information retrieved from the HL Midcap Monitor Q1 2024
- 6 Traditional European banks share in mid-market financings (% total deals). Source: Information retrieved from the HL Midcap Monitor Q1 2024
- 7 Houlihan Lokey Private Performing Credit Index Q2 2024
- 8 Source: Hamilton Lane – Private Credit Viewpoints 2024
- 9 Lincoln – EU Senior Direct Lending Index' refers to the quarterly index prepared by Lincoln's Valuation & Opinions Group on a quarterly basis. Quarterly data as of Q1 2024. 2. 'EU leveraged loan market' refers to the S&P European Leveraged Loan Index, which collects the weighted average bid price of European loans monthly. Source: LCD European Leveraged Lending Review: April 2024.
- 10 Prequin data downloaded November 2023.
- 11 Source: Statista - Number of credit institutions in the euro area from 2007 to 2023. Accessed September 12, 2024. Significant decrease provides basis for Private Debt future growth
- 12 Traditional European banks share in mid-market financings (% total deals). Source: Information retrieved from the HL Midcap Monitor Q1 2024
- 13 OECD data accessed June 2024.
- 14 LCD research article 'European direct lending heavily concentrated among select funds' as of August 2024.
- 15 Proskauer 2023 Private Debt Insights report, avg. closing leverage by year.
- 16 Weighted Average (on invested amounts) of Arcmont's Direct and Senior Portfolios as of September 2024
- 17 Lincoln International as at Q1 2024. Comparison of Total Return – Lincoln Direct Lending to Morningstar European Leveraged Loan Index.

Rigorous risk management is key to long-term success in private credit

Private credit markets have experienced substantial growth in recent years and this growth is set to continue, according to Axel Wehtje, Partner, and Sven Bozuwa, Principal, at Park Square Capital. ‘In this increasingly competitive environment, remaining disciplined in our investment philosophy and focused on high quality companies are critical to avoiding credit losses and ensuring consistent, long-term performance.’

By Harry Geels

Since Park Square’s founding in 2004, what lessons have you learnt as the private credit landscape has evolved over these 20 years?

Axel Wehtje: ‘Starting as a junior debt investor, we focused on the riskiest part of the capital structure. This shaped Park Square’s thinking around risk and our overarching investment approach. Finessed over twenty years, our investment philosophy is to invest in high-quality, market-leading businesses, in non-cyclical sectors, in our core geographies, and to deliver consistent risk-adjusted returns throughout the

cycle. Credit investing, in our view, is very much defined by the losses we avoid, rather than chasing marginal returns from single assets. Furthermore, rigorous monitoring and restructuring expertise adds to the strong performance we have achieved over the years. For us, it is really about the long-term, consistent delivery of returns to our investors. During periods of high volatility, our approach allows us to pick the interesting opportunities that arise in stressed scenarios, rather than having to focus on defaults.’

Today, there is a wider range of investors considering the asset class, beyond institutional investors. Do you view this as an opportunity, or something which requires careful consideration?

Wehtje: ‘Both. There are several routes to accessing private markets and the difference between the styles and results of managers can be quite large. It’s important that investors’ needs align with the style of the manager. The fact that other investors – like family offices and private wealth firms – are now accessing private markets is of course an opportunity: we can cast a wider net. However, when we take on new clients, two things are important. One: the client needs to fully understand our investing approach. Two: we need to be able to deliver investors’ goals, without compromising our investment philosophy. Both conditions need to be met for a fruitful long-term relationship, which has been an important component of our success as a firm.’

What is your edge within direct lending in Europe, given the amount of competition and so-called ‘mega funds’ raising ever-increasing amounts of capital?

Sven Bozuwa: ‘In today’s markets, it’s important to be big enough to be relevant and to be able to provide the capital solutions that are attractive to private equity sponsors. Although just being larger than the next player doesn’t necessarily create an edge. As the market has matured, more and more often borrowers are choosing to club together multiple lenders in order to avoid the risk of being beholden to a single financing provider. Therefore, our strategy is not to compete on size alone, but to build other moats around our strategy that will help

‘Credit investing, in our view, is very much defined by the losses we avoid, rather than chasing marginal returns from single assets.’

‘By focusing on stability, predictability, and thorough due diligence, we ensure that investments are driven by the quality and resilience of the companies we choose to back.’

differentiate us from the competition. The relationships we have built over 20 years are also vital. Over the years, we have developed a credit platform which delivers a diverse set of solutions for our clients, including our unique strategic partnership with SMBC that began in 2017.

An investor’s perspective on very rapid growth can create pressure to deploy capital beyond the manager’s core capabilities and experiences. By focusing on stability, predictability, and thorough due diligence, we ensure that investments are not driven by the need to deploy capital, but by the quality and resilience of the companies we choose to back. Our growth has been defined by maintaining our distinct investment philosophy, honed over 20 years, and we think we will see long-term differentiation in performance with this discipline.

How do you view the market for private credit today, and where can investors discover the greatest opportunities?

Wehtje: ‘The private credit markets continue to offer good risk-adjusted returns, in our view. Core mid-market direct lending is holding strong, even though pricing has normalised from the highs we saw when syndicated markets were shut 18 months ago. Now, due to the reopening of the syndicated markets, we are seeing a resurgence in junior debt as borrowers are refinancing to a lower cost blended capital structure, consisting of syndicated senior and a private junior

debt solution. In today’s environment, with inflationary pressures and strong equity capitalisations, we believe private credit is highly attractive, on both an absolute and relative basis. Floating interest rates, priority in the capital structure, and substantial equity cushions provide strong downside protection, which we believe will be key to delivering good returns over an investing cycle.’

What are the major trends you see within the European direct lending mid-market?

Bozuwa: ‘Although we see loan volumes increasing this year, the majority of transactions have been refinancings, fuelled by the recent trend of spread tightening from the peaks of 2022. This is partly because syndicated markets have opened up and M&A activities have been lower. However, base rate reductions have been slower than originally expected which has helped to partly offset margin reductions, meaning that absolute returns are holding up well. The potential to feel deployment pressure increases in a market like this, but our experience has taught us to stay disciplined and closely aligned with our investing principles. As we see the pressure in the pipeline beginning to build, we expect continued pressure on private equity to sell assets and deploy capital, restarting M&A. We remain excited about the direct lending market overall.’

So you expect further growth, from both the borrowers and the clients allocating to private credit, to be similar to last year?

Wehtje: ‘We expect the momentum to continue. We have seen strong AUM growth across our platform, with investors placing strong emphasis on quality and performance. As track records become more transparent, investors are consolidating their allocations into fewer managers, prioritising those with a proven ability to deliver consistently strong results and navigate different market environments. We have also seen a growing interest in private markets and private credit from high net worth markets, a trend which we are exploring and starting to benefit from as well.’ ■



Axel Wehtje

Partner, Park Square Capital



Sven Bozuwa

Principal, Park Square Capital

Asset-based finance: private credit's key diversifier

Private capital is increasingly being used to finance consumer spending. Banks are lending less to many areas of the real economy, including the most important one: consumers, who accounted for nearly 68% of US gross domestic product in the first quarter. For investors, we think this is an opportunity to boost return potential and diversify private credit portfolios.

By *James Sackett*

Disintermediation in the banking sector has been a constant since the global financial crisis forced banks to repair their balance sheets and comply with stricter regulations. These changes have helped drive the remarkable growth of direct middle market lending into a \$ 1.5 trillion market, according to Preqin, and the foundation of most private credit allocations.

But it isn't only corporate lending that banks are cutting back on these days. Over the past 15 years, US and European banks have sharply reduced lending to consumers and small businesses. The retrenchment has gathered speed since soaring interest rates increased deposit flight and mark-to-market losses on asset portfolios, notably at regional US banks.



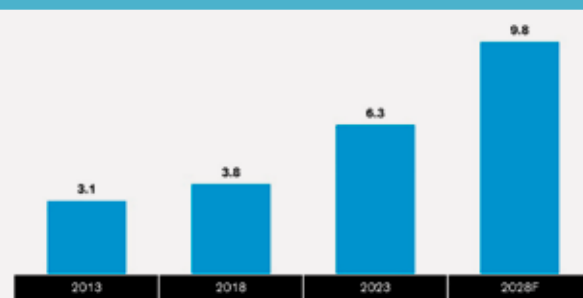
Fuel for the real economy

Yet this broad form of consumer lending, known as asset-based finance, helps to power the real economy. At an estimated \$ 6.3 trillion, the nonbank lending market is many times larger than the one for corporate direct lending, and it provides much of the financing for residential and commercial property, cars, credit

cards, small business loans, commercial equipment and a variety of niche sectors, including revenue streams tied to intellectual property royalties.

Even so, asset-based finance has remained underrepresented in investor portfolios – a phenomenon we attribute to the breadth of the asset class and the limited number of private credit

FIGURE 1: SPECIALTY FINANCE'S RAPID GROWTH (IN USD TRILLIONS)



Source: Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, Financial Stability Board (2013, 2018 data); Integer Advisors (2023 and 2028 estimate); Preqin and S&P Global Representative AUM excludes dry powder. As of June 30, 2023. Past performance and current analysis do not guarantee future results.

managers capable of navigating the opportunity set. That may soon change. According to one estimate, the size of the market – sometimes called specialty finance – will swell to almost \$ 10 trillion by 2028 (Figure 1).

A diversifier for direct lending – and more

Asset-based finance involves the purchase, origination or financing of assets sourced through specialist lenders. There's a broad range of sectors within the core segments. Investments often comprise hundreds – and sometimes thousands – of underlying collateral assets or loans.

Along with a contractual cash flow that provides diversification across borrower and credit profiles, key characteristics include:

- **Fully amortizing asset profiles:** Principal is returned over the life of the investment.
- **A hedge against inflation:** Investments are often secured by tangible assets that increase in value when prices are rising.
- **Ample cushions:** Loans are typically made at a discount to underlying asset value or contractual cash flows.
- **Additional lender protections:** Transactions are directly originated, negotiated and structured to include important lender protections, including borrower covenants and requirements stipulating that originators hold a certain percentage of the loans they make and buy out any defaulted loans.

These features may also help to diversify exposure to other assets, both public and private. This includes direct lending to middle market

companies and core public-market holdings such as high-yield corporate bonds and the S&P 500.

At the same time, asset-based finance assets offer an appreciable yield premium due to their limited liquidity and, in some cases, complex lending arrangements. Specialty loan pricing for auto loans and credit cards in the US and UK, for instance, is often above 20%. Yields on US direct lending, as measured by the Cliffwater Direct Lending Index, stood at about 12% at the start of the year, while public credit assets such as US and European high-yield debt hover between 6% and 7.5%.

Spanning the Atlantic

The way we see it, North America and Europe are the two largest and most accessible markets in the global opportunity set today. But understanding the nuances and specifics of each asset class in each jurisdiction is the key to success.

North America is the more mature market: it's bigger, deeper and more homogeneous. Data on underlying loan collateral are widely available, lending and legal frameworks are standardized, and specialty lenders are well established across the main asset classes, including autos, credit cards and private student loans.

The market in Europe, on the other hand, is more varied and smaller. Data quality varies. Legal regimes differ by country. We think this helps to explain why many private credit managers active in specialty finance focus on opportunities in the US and Canada.

We think inefficiencies create opportunities for

managers with the experience, capabilities and relationships needed to navigate individual European markets. Sizable exposure to markets on both continents, in our view, can increase diversification and make it easier to uncover attractive relative value opportunities across a wider opportunity set.

Asset-based finance, in our view, stands today where corporate direct lending did a decade ago. We expect rapid and sustained growth to follow. With restrictive regulatory capital legislation putting banks on the back foot, specialist lenders should continue to grow and seek more scalable private credit financing solutions. For investors, we think it adds up to an increase in potential return and downside mitigation, and an opportunity to diversify their overall credit allocations. ■



James Sackett

Senior Vice President and Principal, AB CarVal

Disclaimer

All data is as of 31 May 2024 unless otherwise stated. For Investment Professional use only. Not for inspection by, distribution or quotation to the general public. The value of an investment can go down as well as up and investors may not get back the full amount they invested. Capital is at risk. Past performance does not guarantee future results.

The views expressed herein do not constitute research, investment advice or trade recommendations, do not necessarily represent the views of all AB portfolio-management teams, and are subject to revision over time.

The views expressed herein may change at any time after the date of this publication. AllianceBernstein L.P. does not provide tax, legal or accounting advice. It does not take an investor's personal investment objectives or financial situation into account; investors should discuss their individual circumstances with appropriate professionals before making any decisions. This information does not constitute investment advice and should not be construed as sales or marketing material or an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument, product or service sponsored by AB or its affiliates.

References to specific securities are provided solely in the context of the analysis presented and are not to be considered recommendations by AllianceBernstein. AllianceBernstein and its affiliates may have positions in, and may effect transactions in, the markets, industry sectors and companies described herein.

The information contained here reflects the views of AllianceBernstein L.P. or its affiliates and sources it believes are reliable as of the date of this publication. AllianceBernstein L.P. makes no representations or warranties concerning the accuracy of any data. There is no guarantee that any projection, forecast or opinion in this material will be realized. This information is provided by AllianceBernstein (Luxembourg) S.à.r.l. Société à responsabilité limitée, R.C.S. Luxembourg B 34 305, 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg. Authorised in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). The [A/B] logo is a registered service mark of AllianceBernstein and AllianceBernstein® is a registered service mark used by permission of the owner, AllianceBernstein L.P. © 2024 AllianceBernstein L.P.

SUMMARY

Disintermediation in the banking sector has helped drive the remarkable growth of direct middle market lending.

Asset-based finance helps to power the real economy, but remains underrepresented in investors' portfolios.

Asset-based finance provides fully amortizing asset profiles, a hedge against inflation and ample cushions, among other lender protections.

Sizable exposure to markets in both North America and Europe can increase diversification and make it easier to uncover attractive relative value opportunities across a wider opportunity set.

The future of 'illiquid' investments

Isn't it always more exciting to talk about the future than about the past? Indeed. Hordes of risk managers and actuaries keep modelling the future, imposing constraints on new investments.

By *Teoman Kaplan and Florian Ueltzhöfer*



As of June 2024, the European Central Bank (ECB) has announced 26 rate hikes and 22 rate cuts (deposit facility¹) since commencing operations in 1999. Looking at the 14 years from June 2008 to June 2022, however, the 'cuts' win against the 'hikes' with a score of 13-2 and the game had been decided by 2012 already.

For ten long years, every insurance company had been dreaming of higher rates and 'team hikes' to score again. Finally, the bright future has begun. Or hasn't it?

The hunt for yield

Certainly, the decade of low yields has been a catalyst for the emergence and evolution of private markets. After all, it is hard to break with 'tradition', especially when it is a

guarantee for success over a very long time and a fundament of an industry's business model. But given an unprecedented pressure to hunt for every single basis point of investment income, 'alternatives' have been the only place to harvest substantial or, at least, acceptable spread.

Hidden reserves and gains on traditional fixed income as well as rallying public equities have been utilised to steer the profit and loss (P&L), leaving insurers with an abundance of liquidity to invest or commit into private markets. The abundance of liquidity in the market had also led to a deterioration of the risk-adjusted return on real assets so the desperation for higher rates has been growing strong.

The gloomy present of high rates

Leaving politics aside, which give enough material to talk about a 'gloomy present', the yield hikes of 2022 and 2023 have not brought the immediate bright future

insurers had dreamt of. Defining a new Strategic Asset Allocation (SAA) has been a struggle for many over the last 18 months. Liquidity is suddenly scarce! But as a matter of fact, the lack of liquidity stems less from 'illiquid' private markets and real assets: their illiquidity has always been accounted for either way.

The real culprits are those 'traditional' liquid government and corporate bonds, which have never fully vanished from balance sheets and which are now de facto illiquid, for there are significant (hidden) losses. When deciding on re-investing the little liquidity still arising from positive insurance cash flows (for instance in health insurance) and maturing public and private assets, the relative overweight in private markets stemming from the 'denominator effect' makes it tempting to simply go back to 'old school' investing.

So, if you were to wonder whether this is a valid

'The decade of low yields has been a catalyst for the emergence and evolution of private markets.'

'The yield hikes of 2022 and 2023 have not brought the immediate bright future insurers had dreamt of.'

option, we strongly advocate against it and continue to see value in investing in private markets.

The new 'traditional' universe

While private equity (PE), infrastructure equity (IE), and private placements (PP) have truly been considered 'alternatives' in their early stages, namely the late 1990s and 2000s, even the 'newer' forms of private market investments, like infrastructure debt (ID; ranging from senior core all the way to value add) and private credit (PC), like corporate direct lending, across various regions and market segments have evolved and matured over the last five to ten years.

Benefitting from the higher rates in lock step with their liquid counterparts, these can truly be considered a part of the traditional investment universe by now. The protection against short-term market volatility as seen during the Covid-19 market turmoil and the lower price sensitivity experienced despite the rate hikes and revaluation of traded/ listed assets prove to be valuable benefits for insurers also in the future.

Sustainability and true impact

The 'newest' (sub-)asset

classes continue to play an important role. With the momentum gain in sustainability and ESG regulation, it is also evident that private markets are key to achieve true impact. Leveraging capabilities in the aforementioned 'new traditionals' like ID and mid-market PC and creating synergies across an investment platform breathing the insurance heritage which has driven its evolution, we are also dedicated to pioneer sustainable private credit investments.

In this area, not only blended finance strategies with an impact on emerging markets, but also direct lending impact investments with a focus on OECD-domiciled corporates can support a wide range of investment objectives.

Solvency review

Another important aspect in the evaluation of the attractiveness of equity investments is the finalisation of the '2020 Solvency review'. The European commission has clearly stated its aspiration for unlocking the financing of long-term sustainable growth in the EU. A key lever is seen in the relaxation of the criteria to classify a portfolio of equities as long-term equity investments (LTEI). In so far, we do expect

some comeback also for PE and IE albeit maybe in lower relative allocations compared to their debt counterparties.

Deep dive outtakes

The available investment universe for insurers is very diverse and sometimes complex as you have seen from our description above. Nonetheless, each asset class deserves its own spot-light to discuss its relevance in today's market environment.

But more than ever, private markets financing may help tackle the societal and environmental challenges ahead of us, leading to better risk-return sustainability profiles.

When looking back, private market investments have been extremely innovative and if you look at the constant flow of new investment ideas which evolve, it's an asset class that will drive change by innovating continuously. ■



Teoman Kaplan

Actuary DAV, Head of Global Insurance Specialists, Allianz Global Investors



Dr. Florian Ueltzhöfer

Actuary DAV/IVS, Senior Insurance Strategist, Allianz Global Investors

SUMMARY

The low yields in the 2010s have been a catalyst for the rise of private markets.

Private equity, infrastructure equity and private placements, as well as newer forms of 'alternatives' like infrastructure debt and private credit can be considered as part of the traditional investment universe by now.

Private markets are key to achieving true impact in ESG-related challenges.

The newest (sub-)asset classes in the private markets universe, like blended finance and direct lending, can support a wide range of investment objectives.

Private markets have the capacity of innovating continuously.

¹ European Central Bank, Key ECB interest rates (ecb.europa.eu), not counting temporary exceptional measures

Disclaimer

Private Markets investments are highly illiquid and designed for long term professional investors pursuing a long-term investment strategy only. Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. Investing in fixed income instruments may expose investors to various risks, including but not limited to creditworthiness, interest rate, liquidity and restricted flexibility risks. Changes to the economic environment and market conditions may affect these risks, resulting in an adverse effect to the value of the investment. During periods of rising nominal interest rates, the values of fixed income instruments (including positions with respect to short-term fixed income instruments) are generally expected to decline. Conversely, during periods of declining interest rates, the values of these instruments are generally expected to rise. Liquidity risk may possibly delay or prevent account withdrawals or redemptions. Past performance does not predict future returns. The duplication, publication, or transmission of the contents, irrespective of the form, is not permitted; except for the case of explicit permission by Allianz Global Investors GmbH. AdMaster 3719593

Meer volume in infra- en real estate debt-markt

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Infra & real estate debt zijn relatief nieuwe beleggingscategorieën die steeds aantrekkelijker worden voor beleggers die speciaal geïnteresseerd zijn in verdere diversificatie van hun beleggingsportefeuille en het managen van het neerwaartse risico. Beide asset classes profiteren van thema's als de energietransitie en digitalisering.

Behoren infra & real estate debt tot real assets of tot credits? En bepaalt deze indeling de manier waarop de risico's worden beoordeeld?

Holly Murnieks: 'Wij hanteren een total portfolio approach, oftewel totale portefeuillebenadering, afgekort TPA, wat betekent dat we vanuit een top-down perspectief kunnen denken over het relatieve risico en de rendementsvoordelen van real assets aandelen versus real assets debt en de exposure daarnaar in de loop van de tijd kunnen aanpassen. Vanuit een risicoperspectief beschouwen we de karakteristieken van zowel vastgoed- als infrastructuurleningen als het meest gelinkt aan credit, en daarom hebben we krediet-specialisten die deze risicoposities beheren en bewaken, in samenwerking met hun collega's uit het team voor real assets.'

Rupert Gill: 'Het gaat om een relatief nieuwe beleggingscategorie. Voor beleggers is het historisch gezien altijd moeilijk geweest om te bepalen of het onder vastgoed of credit valt. Veel van de risico's zijn vastgoedgerelateerd, dus benaderen wij real estate debt als onderdeel van het Global Real Estate-platform. Andere managers brengen hun real estate debt-teams wellicht onder bij hun credit business.'

Cyrus Korat: 'Wij merken dat beleggers met een vastgoedachtergrond geneigd zijn om vastgoedaandelen te vergelijken met vastgoedschulden en dat is een andere benadering dan die van de kredietverstrekkers, die meer kijken naar de relatieve waarde tussen alle verschillende kredietproducten. Ik denk dat je als manager om moet kunnen gaan met de verschillende manieren waarop beleggers naar infra & real estate debt kijken.'

Florent del Picchia: 'Voor ons valt infra debt onder real assets. Maar hoe beleggers dit zien, kan afhangen van het type schuld: investment grade debt wordt waarschijnlijk beschouwd als substituuut voor krediet. Vanuit een risicoperspectief heeft elke sub-asset class voor ons zijn eigen specifieke beoordelingsprocessen. Voor infra debt betekent dat volledige due diligence en interne rating, en niet vertrouwen op externe ratings.'

Dan Riches: 'Investeerders in senior-leningen hebben in mijn ogen de neiging om te benchmarken met bedrijfsleningen met vergelijkbare ratings. Investeerders in mezzanine-strategieën kijken eerder naar vastgoed.'

Bert Schoen: 'Wij zijn onderdeel van de business line real assets. In de beleggingscommissie is veel expertise op het gebied van infrastructuur en onroerend goed. Dat stelt ons in staat portefeuilles vroegtijdig te screenen op mogelijke nieuwe risico's die wij elders in de real assets-portefeuille tegenkomen.'

Charlotte Daelemans: 'Beleggers kijken op hun eigen manier naar dezelfde investeringen. Ik zie dat de rendementen op de aandelenmarkt in infrastructuur een beetje gedaald zijn, terwijl ze aan de kredietzijde juist zijn gestegen. Dat betekent dat beleggers die traditioneel alleen aan de aandelenkant en in infrastructuur hebben geïnvesteerd, nu ook naar de kredietkant beginnen te kijken.'

Damien Gardes: 'Of de onderliggende assets nu echt tastbaar zijn of niet, is niet precies het punt. Het gaat erom of een businessmodel stabiel en voorspelbaar genoeg is om de kredietverstrekkers met een hoge waarschijnlijkheid aan het einde van de looptijd terug te betalen. Daarom beginnen we bij onze kredietexpertise, zetten we die in en bouwen we een aanzienlijke ervaring op in infrastructuur. Hoewel de specialisatie zijn verdiensten heeft en real assets over het algemeen gemeenschappelijke kenmerken hebben, zoals hun veerkracht, kunnen we niet uitsluiten dat er een stukje marketing in het concept van real assets zit.'

In hoeverre is investeren in infra & real estate debt een cruciaal onderdeel van een gediversifieerde portefeuille?

Daelemans: 'Er zal veel in infrastructuur >

Voorzitter:

Mark van der Wekken,
a.s.r. real assets investment partners

Deelnemers:

Charlotte Daelemans,
Nuveen
Damien Gardes,
Schroders
Rupert Gill,
Barings
Cyrus Korat,
DRC Savills Investment Management
Holly Murnieks,
Willis Towers Watson
Florent del Picchia,
Aviva Investors
Dan Riches,
M&G Investments
Bert Schoen,
AXA IM Alts



VOORZITTER

Mark van der Wekken

Mark van der Wekken is Senior Portfolio Manager bij a.s.r. real assets investment partners. Hij werkt daar als Beleggingsspecialist met speciale aandacht voor de Europese vastgoedmarkt. Daarvoor was hij werkzaam als Senior Investment Manager bij onder andere Nationale Nederlanden, Vivat en Aegon Nederland, dat nu onderdeel uitmaakt van a.s.r.



**Charlotte
Daelemans**

Charlotte Daelemans is Managing Director en Senior Sales Specialist Real Assets bij Nuveen. Eerder werkte zij vijf jaar bij AMP Capital en vijf jaar bij Goldman Sachs Asset Management. Zij begon haar carrière bij Bloomberg. Daelemans behaalde haar Master in Finance aan de Katholieke Universiteit Leuven en met een onderscheiding haar Masters in Management aan Vlerick Business School.



**Damien
Gardes**

Damien Gardes begon zijn carrière in 2009 bij de AXA Groep en maakte in 2015 de overstap naar Schroders, waar hij als Co-Head of Debt Investments, Infrastructure, verantwoordelijk is voor de uitvoering van een groot aantal senior en junior debt transacties. Tijdens zijn carrière in de infrastructuursector heeft Gardes diverse rollen vervuld op het gebied van projectfinanciering, overnamefinanciering, M&A en beleggingsadvies.



**Rupert
Gill**

Rupert Gill is sinds 2024 Head of Portfolio Management van Barings' European Real Estate Portfolio Debt Group. In die rol is hij verantwoordelijk voor het beheer van het concern, het toezicht op de ontwikkeling van strategieën en de uitvoering van beleggingsoplossingen. Hiervoor fungeerde hij bijna zeven jaar als Head of European Real Estate Debt bij BlackRock.



**Cyrus
Korat**

Cyrus Korat heeft meer dan 25 jaar ervaring in vastgoed en debt capital markets en is medeoprichter van DRC Savills Investment Management. Voor de oprichting van DRC was hij Managing Director en bekleedde hij senior managementposities in de Fixed Income Division van Merrill Lynch & Co.



**Holly
Murnieks**

Holly Murnieks is Alternative Investment Solutions Strategist bij WTW Investments en is in die rol verantwoordelijk voor het leveren van beleggingsoplossingen in alternatieve asset classes die voldoen aan de behoeften van institutionele klanten. Zij werkte eerder bij J.P Morgan Corporate Investment Bank en heeft een Eersteklas Honours Degree in Natuurkunde.



**Florent
del Picchia**

Florent del Picchia is Head Euro Infrastructure Debt en verantwoordelijk voor het beheer van de European Infrastructure Debt strategie van Aviva Investors. Eerder was hij werkzaam bij Dexia Crédit Local in Parijs, waar hij de rol van Directeur in het Infrastructuur-team bekleedde. Daarvoor maakte hij deel uit van de Infrastructure and Project Finance-adviesteams van PriceWaterhouseCoopers in Parijs en Londen.



**Dan
Riches**

Dan Riches is Hoofd Real Estate Finance bij M&G. Hij werkt er al sinds 2010 en is sinds de oprichting betrokken geweest bij de structurering en marketing van de Real Estate Debt Fund-serie. Hij werkte eerder bij de Europese CMBS-groep van S&P Global en daarvoor bij RBS, waar hij vastgoedfinancieringstransacties in gang zette.



**Bert
Schoen**

Bert Schoen is Senior Fondsbeheerder Infrastructuurfinanciering voor AXA IM Alts. Hij heeft als infrastructuurfinancier meer dan 27 jaar ervaring in financieringstransacties in West-Europa, Centraal en Oost-Europa en het Midden-Oosten. Voor hij in 2019 bij AXA IM Alts kwam, was hij adviseur voor duurzame energieprojecten, structureerde hij een management buy-out, en investeerde hij voor een operationele asset manager in offshore windprojecten.

‘Ik zie dat de rendementen op de aandelenmarkt in infrastructuur een beetje gedaald zijn, terwijl ze aan de kredietzijde juist zijn gestegen.’

geïnvesteed moeten worden, dus zullen er naar verwachting omvangrijke kapitaalstromen naartoe gaan. Infra debt is op zichzelf al behoorlijk gediversifieerd, dus hebben wij het gevoel dat beleggers iets missen als ze niet in deze beleggingscategorie investeren.’

Schoen: ‘Daar ben ik het mee eens. Wat we ook zien, is dat steeds meer beleggers een impactinvalshoek hebben en dat deze beleggingscategorieën hen in staat stellen om heel specifieke impactdoelen te bereiken.’

Riches: ‘Binnen hun vastgoedportefeuille willen investeerders steeds vaker een deel alloceren naar real estate debt. Ze zien dat als een vorm van diversificatie tegen wat er de afgelopen twee of drie jaar op dit gebied is gebeurd.’

Del Picchia: ‘Bij infra debt speelt het diversificatie-aspect zeker een rol. Voor pensioenfondsen die aan langetermijnverplichtingen moeten voldoen, zijn er niet veel assets – behalve misschien staatsobligaties – die dertig jaar of langer meegaan met een acceptabel risico. Nog een reden waarom het een goed idee is om in infra debt te beleggen.’

Korat: ‘Vastgoedbeleggers die historisch gezien alleen maar in aandelen hebben geïnvesteed, beginnen nu het voordeel van debt in te zien. En we zien dat beleggers die van oudsher sterk gericht waren op private credit, nu nadenken over de extra voordelen van zowel infrastructuur als vastgoed.’

Zijn infrastructuur- en vastgoed-schulden nog steeds aantrekkelijk in een omgeving met lagere rentes?

Gardes: ‘Infra debt heeft natuurlijk geprofipteerd van de rentestijging. Maar als we terugkijken naar hoe de asset class is gegroeid in een omgeving met lage rentetarieven, hoeven we ons zeker geen zorgen te maken over een terugkeer van een omgeving met lagere rentes. Het is inderdaad die superlage rente-omgeving die de interesse van institutionele beleggers heeft gewekt voor de asset class, die aangetrokken werden door de margin premie in vergelijking met public credit.’

Daelemans: ‘Als lener denk je aan de totale kosten en niet alleen aan de basisrente en de spread. Een dalende rente kan soms enigszins gecompenseerd worden door een hogere spread en ik denk dat er ook moge-

lijkheden zijn om een wat flexibelere kapitaalverschaffer te zijn. Een omgeving met lagere rentetarieven baart ons niet veel zorgen en nu de rentetarieven dalen, is de kans groot dat de M&A-markt weer wat aantrekt, omdat de financiering goedkoper wordt.’

Schoen: ‘Omdat de verwachtingen van een sterke verdere rentedaling zijn verdwenen, is er merkbaar meer volume in de markt gekomen. Verder is de vraag naar liability matching toegenomen. Beleggers die daarnaar op zoek zijn, zijn tot op zekere hoogte minder gevoelig voor de basisrente. Zij zijn geïnteresseerd in langetermijnassets van goede kwaliteit om hun verplichtingen relatief onafhankelijk van de basisrente te matchen.’

Riches: ‘De beleggingscategorie infra & real estate debt wordt, denk ik, nog aantrekkelijker, vooral voor beleggers die alleen maar geïnteresseerd zijn in het beheren van neerwaartse risico’s.’

Del Picchia: ‘Waar het volgens mij vooral om gaat, is de vraag of de belangstelling voor rentevast versus rentevariabel aan het veranderen is, of er nu dus weer meer wordt overgestapt naar variabel.’

Korat: ‘De vraag is moeilijk te beantwoorden omdat de redenen om in infra & real estate debt te beleggen voor de verschillende beleggers ook heel verschillend zijn.’

Gill: ‘Als het rendement op treasuries veel verder daalt, wordt het interessanter om te investeren in meer risicovolle assets. Voor sommige investeerders wordt real estate debt in een omgeving met lagere rentes aantrekkelijker.’

Muniëks: ‘Wij zijn van mening dat vastgoed en infrastructuur kunnen profiteren van macrothematische rugwind, of het nu gaat om demografische veranderingen, de energietransitie, digitalisering, enzovoort. Dat creëert volgens ons veel kansen om kapitaal in te zetten, ook als kredietverstrekker.’

‘De beleggingscategorie infra & real estate debt wordt nog aantrekkelijker, vooral voor beleggers die alleen maar geïnteresseerd zijn in het beheren van neerwaartse risico’s.’

>

Hebben recente evoluties op de kredietmarkt de interesse van beleggers voor infra & real estate debt gewijzigd?

Del Picchia: 'Infra debt wordt beschouwd als een veerkrachtige beleggingscategorie. Naar onze mening is de vraag hiernaar over het algemeen sterk gebleven. Binnen infra debt zien we nu dat beleggers terugkeren naar beleggingen met een hoger risico-rendementsprofiel.'

Korat: 'Eén ding is echt veranderd: de toegankelijkheid en de algemene acceptatie van alles wat met private markets te maken heeft. Beleggers hebben nu heel andere keuzemogelijkheden dan nog maar vijf jaar geleden. Dat maakt een groot verschil, omdat men zich over het algemeen prettiger voelt bij beleggingen in onderhandse markten in vergelijking met bijvoorbeeld liquide vastrentende fondsen.'

Daelemans: 'Zowel vanuit het oogpunt van risico-rendement als vanuit een meer macro-perspectief komen beleggers tot dezelfde conclusie, namelijk dat infrastructuurleningen op dit moment aantrekkelijk zijn. De risico-rendementsverhouding is nu zeer gunstig en beleggers willen meeliften op macro-economische ontwikkelingen als verdergaande digitalisering, decarbonisatie, deglobalisatie en groene energie. Hierbij zijn veel toeleveringsketens betrokken, die wij ook financieren.'

Gardes: 'Sinds eind 2023 zijn de marges voor bedrijfsobligaties weer gedaald en is de illiquiditeitspremie (of complexiteitspremie) van private infra debt weer gestegen, waardoor die beleggingscategorie aantrekkelijker is geworden voor beleggers.'

Murnieks: 'Een nuttig kenmerk van infra & real estate debt voor beleggers is dat veel van de onderliggende kasstromen van contractuele aard zijn op de lange termijn en mogelijk ook gekoppeld zijn aan de inflatie. Dit was de afgelopen jaren een speciaal aandachtspunt.'

Hoe creëert disintermediatie door banken kansen voor kredietverstrekkers in vastgoed en infrastructuur?

Gill: 'Doordat banken de laatste jaren zijn vastgelopen, heeft private capital meer toegang gekregen tot verschillende delen van de vastgoedmarkt, verschillende investeringsstijlen en een breder scala aan leners. Dat betekent dat er meer transacties en verschillende soorten risico's zijn, en dat er daarom meer kansen zijn voor beleggers.'

Schoen: 'Van jaar tot jaar zien we een kleine toename van transacties die niet via banken, maar door investeerders naar ons gaan. We zien ook dat banken voor bepaalde kapitaal-intensieve sectoren op een gegeven moment aan het einde van hun balanscapaciteit komen. Banken zijn veel actiever geworden in het verkopen van hun leningen, het recyclen van kapitaal en het aangaan van partnerschappen met investeerders. Als je kijkt naar sommige subsectoren, bijvoorbeeld duurzame energie, verwachten we dat banken daar de komende jaren aan het einde van hun balanscapaciteit komen en actiever op zoek gaan naar het inbrengen van institutionele investeerders.'

Riches: 'Wij krijgen heel vaak banken aan de lijn die zeggen: we hebben net een deal gesloten, willen jullie twee derde daarvan?'

Schoen: 'Volgens mij is het een trend dat deals zonder de banken worden gesloten. Een andere trend is dat banken actiever worden in het verkopen van risicoposities, maar dat zijn nog steeds deals die gestructureerd zijn of onderschreven door banken.'

Gill: 'Er zijn modellen voor directe kredietverlening waarbij banken samenwerken met private kapitaalverstrekkers en de deals rechtstreeks via de banken naar private capital lopen – private capital boort de infrastructuur aan die de banken al tientallen jaren hebben. De sector zal waarschijnlijk disintermediatie zien, maar ook meer partnerschappen.'

Korat: 'Het meeste eigen vermogen dat momenteel wordt ingezet, wordt gebruikt voor meer waardedoelende en opportunistische strategieën. Dit heeft de mogelijkheden voor alternatieve kredietverstrekkers vergroot. Bovendien, omdat de banken nog steeds een groot deel van de markt uitmaken en over het algemeen voorzichtig zijn

'Eén ding is echt veranderd: de toegankelijkheid en de algemene acceptatie van alles wat met private markets te maken heeft.'

met hun uitleenbereidheid, heeft dit een onevenredig effect op het prijszettingsvermogen van alternatieve kredietverstrekkers, dat op dit moment erg goed is.’

Del Picchia: ‘Wij zien zeker voordelen in het verstrekken van directe leningen zonder de bemiddeling van banken. Je kunt onderhandelen over voorwaarden, zodat je de transactie kunt afstemmen op de behoeften van de investeerders en toegang krijgt tot allerlei formats: obligaties, vaste of variabele rente, enzovoort. En je kunt ook onderhandelen over de voorwaarden om er zeker van te zijn een aanvaardbaar risico aan te gaan.’

Gill: ‘De banken zijn door de regelgevers in een bepaald deel van de markt geduwd omdat ze in het verleden kredietproblemen hebben gehad. Dat heeft ons betere toegang tot de schuldenmarkt verschaft.’

Gardes: ‘De mate van disintermediatie heeft te maken met de bereidheid van banken om in een bepaalde sector of in een bepaald deel van het beleggingsuniversum te blijven. Hoe meer je naar het sub-investment grade-universum gaat, hoe minder de banken aanwezig zijn. Dat betekent dat het makkelijker wordt om voorwaarden te beïnvloeden en gunstige prijzen voor te stellen aan kredietverstrekkers, maar je moet in staat zijn om financieringsoplossingen te ontwikkelen die passend zijn voor kredietnemers.’

Daelemans: ‘Ik denk dat er ook aanvullende financieringstechnieken worden toegepast op nieuwere delen van de totale kredietmarkt. Bijvoorbeeld SRT’s, significante risico-overdrachten, wat neerkomt op kapitaalbescherming die banken kunnen nemen als bescherming tegen eerste verliezen. Dat wordt veel gedaan in het MKB en de vastgoedsector. We zien dit soort structuren ook verschijnen in de infrastructuursector, waar banken de relatie met hun leners willen behouden, maar tegelijkertijd hun kapitaalkosten willen verlagen. Dus gebruiken ze SRT’s om hun totale kapitaalkosten te verlagen.’

Er is een opmerkelijke toename geweest van markten die in moeilijkheden verkeren ten aanzien van onroerend goed, zoals bijvoorbeeld in Duitsland. Is dit, nu binnenlandse kapitaalverstrekkers worstelen met hun problemen, een aantrekkelijke

leenmogelijkheid? En bovendien, wat ging er mis en welke lessen kunnen daaruit worden getrokken?

Korat: ‘Aan de financieringsbehoefte van leners in Duitsland kan niet worden voldaan door lokale instellingen, omdat die zichzelf in uitleenproblemen hebben gebracht. Dat biedt kansen. We moeten er wel over nadenken wat het juiste waarderingniveau in de toekomst is voor assets in Duitsland. Over het algemeen denk ik dus dat er mogelijkheden zijn om krediet te verstrekken, maar we zijn nog relatief voorzichtig over hoe we toegang kunnen krijgen tot de Duitse vastgoedmarkt. Behalve een aantal heel grote banken heeft Duitsland duizenden kleine tot middelgrote banken, die geen adequaat toezicht hebben. Dat heeft volgens mij geleid tot een verkeerde allocatie van kapitaal en prijsstelling en dat zal in Duitsland blijven gebeuren.’

Gill: ‘Ik zeg niet dat het een NPL-markt, een markt met non-performing loans, wordt, maar er moeten wel problemen worden opgelost, waarschijnlijk met nieuw aandelenkapitaal. Duitsland is een enorme investeringsmarkt, een van de meest liquide markten in Europa. Er dienen zich dus geweldige kansen aan. Het is een kwestie van timing.’

Is de stress ook zichtbaar aan de infrastructuurkant, of betreft het alleen vastgoed?

Del Picchia: ‘Over het algemeen zijn de inkomsten van infrastructuurassets meer geïndexeerd aan de inflatie dan de kosten, waardoor ze bestand zijn tegen hoge inflatie. Daar kunnen uitzonderingen op zijn en soms kan het ook moeilijk zijn om de hogere inkomsten door te berekenen om redenen van betaalbaarheid of politiek. Maar dit komt zelden voor. Voor de kredietverstrekkers is het verstrekken van leningen meer gebaseerd op kasstroomdekking dan op loan-to-value ratio’s. Mechanisch gezien kan je aan de kant van real estate debt problemen hebben met ratio’s, puur op basis van de waardering die verandert. Aan de infrastructuurkant is dat over het algemeen niet het geval. Ze passen zich aan de inflatie aan en dus zijn de kasstroomratio’s over het algemeen prima.’ >

‘Duitsland is een enorme investeringsmarkt, een van de meest liquide markten in Europa. Er dienen zich dus geweldige kansen aan. Het is een kwestie van timing.’

Korat: 'Iedereen heeft het erover dat de energie-infrastructuur in Duitsland zo slecht is. Biedt dat kansen?'

Schoen: 'Ik weet niet zeker of de energie-infrastructuur slecht is. Duidelijk is dat Duitsland snel het relatief goedkope Russische gas moest vervangen. Daardoor zijn de energiekosten drastisch gestegen. Het is eigenlijk opmerkelijk hoe snel Duitsland erin is geslaagd vervangende energie te vinden.'

Wat zijn de innovaties en recente trends die je ziet op de markten voor infra & real estate debt?

Gardes: 'Een van de ontwikkelingen is de groei van het sub-investment grade-segment in infrastructuur, dat groter en gediversifieerder wordt dan vroeger. Het is nu deels een nieuwe markt geworden, waar door de equity-sponsor naar alternatieve kapitaaloplossingen wordt gezocht om de uitbreiding van infrastructuurplatforms te financieren met niet-verwaterend kapitaal. Wij denken dat hier aantrekkelijke kansen liggen voor investeerders. Er is een enorme vraag van leners, maar er zijn niet zoveel kredietverstrekkers en fondsen die momenteel in staat zijn om passende financieringsoplossingen te bieden.'

Daelemans: 'Een duidelijke trend is dat er veel extra energie nodig is om allerlei faciliteiten als bijvoorbeeld datacenters te laten draaien. We zullen op korte termijn veel moeten investeren, want er is vraag naar extra financiering om deze faciliteiten uit te bouwen.'

Is het mogelijk om impact te creëren via kredietverstrekking? Hoe actief kun je sturen?

Murnieks: 'Ja. Wij zijn van mening dat het met name infra debt-beleggers een uitstekende kans biedt om projecten met een tastbare impact direct te financieren – en tegelijkertijd toegang te krijgen tot rendementen die in potentie hoger zijn dan die op publieke kredietmarkten. Duurzaamheid vormt een belangrijk onderdeel van onze due diligence en we hebben veel vooruitgang geboekt bij het identificeren van KPI's om de voortgang te meten.'

Schoen: 'Ja, dat kan. We maken gebruik van een ESG-vragenlijst voordat we een investering doen. We vragen leners om jaarlijks deze lijst in te vullen: op die manier rapporteren ze over bijvoorbeeld CO₂-emissies en CO₂-emissiedoelstellingen. Door de jaarlijkse rapportage houden we toezicht op een heel scala aan factoren, inclusief biodiversiteit en watervervuiling.'

Daelemans: 'Voordat we de overeenkomst aangaan, hebben we een bepaald kader doorlopen om ervoor te zorgen dat alles is zoals we het willen vanuit het oogpunt van verantwoord beleggen. We hanteren KPI's die gekoppeld zijn aan marges, maar die misschien verschillen van die van sommige andere managers.'

Gill: 'Hoewel je niet zoveel controle hebt als met eigen vermogen, kun je met vreemd vermogen bepaalde duurzaamheidsmijlpalen of convenanten in de overeenkomst opnemen – zoals margeverlagingen gekoppeld aan energie-efficiëntie – om te stimuleren of zelfs te straffen als een bepaald bedrijfsplan niet wordt uitgevoerd.'

Korat: 'Wat sturen betreft, denk ik dat het heel moeilijk is om te sturen binnen de deal, maar je kunt wel sturen door de deals te selecteren die impact faciliteren.'

Riches: 'Ik denk dat we meer kunnen faciliteren dan creëren. Als kredietverstrekker in onze sector zou je te maken moeten hebben met partijen die met jou op één lijn zitten. Je faciliteert het creëren van impact door de financiering te bieden die daarvoor nodig is en door een aantal controles en maatregelen in te bouwen om er zeker van te zijn dat beloften worden nagekomen.'

Kan een impactportefeuille investeren in zowel greenfield als brownfield assets?

Schoen: 'Ja. Wij denken dat er nog steeds veel dingen zijn die je kunt doen als je investeert in brownfield assets. Een behoorlijk aantal van de investeringen die we doen, betreft bedrijven die meestal doorlopende capex-behoefte hebben om hun assets te upgraden en te decarboniseren als onderdeel van de decarbonisatie van de energieopwekking. We willen geen portefeuilles opbouwen waarvan alle assets zich in een bouwfase bevinden.'

Gardes: 'Natuurlijk kun je denken dat een

'Mechanisch gezien kan je aan de kant van real estate debt problemen hebben met ratio's. Aan de infrastructuurkant is dat over het algemeen niet het geval.'

essentieel deel van het werk moet worden gedaan met greenfield assets, bijvoorbeeld door de groei van hernieuwbare energiec capaciteit te financieren. Maar we moeten ook de overgang en de aanpassing van assets financieren die verantwoordelijk zijn voor de meeste CO₂-uitstoot teneinde ze om te zetten in groenere assets. Het is volgens mij ook de taak van investeerders in infrastructuur om bedrijven te begeleiden bij het verbeteren van zichzelf aan het front van de energietransitie en de strijd tegen de opwarming van de aarde.’

Hoe vind je de balans tussen duurzaamheidsfactoren en rendement bij beleggen in infrastructuur en vastgoed?

Daelemans: ‘Wij richten ons op het leveren van het beste voor risico gecorrigeerde rendement voor onze klanten. Dit sluit niet uit dat we impact hebben, waar we wel naar streven.’

Schoen: ‘Op dit moment moeten we ervoor zorgen dat we assets selecteren waarbij we ons prettig voelen vanuit een duurzaamheidsperspectief. Gelukkig is het aantal mogelijkheden in de markt breed genoeg om duurzame assets te selecteren en assets te negeren die niet passen bij onze duurzaamheidsdoelstelling.’

Daelemans: ‘Ik denk dat beleggers op duurzaamheidsgebied veel slimmer zijn geworden en verder kijken dan labels. Het is belangrijk om door de labels heen te kijken en goed te kijken naar de assets waarin je belegt of die je financiert.’

Gill: ‘Het hangt van je klanten af. Je kunt klanten niet dwingen om het een of het ander te doen, bijvoorbeeld een duurzame route te nemen. Maar vanuit het perspectief van een manager is er een basislijn die steeds hoger wordt gelegd. Wat is acceptabel vastgoed om te financieren?’

Wat is de beste positie in de kapitaalstructuur vanuit het oogpunt van risico en rendement. Is dat senior, mezzanine?

Daelemans: ‘Het hangt heel erg af van waar je naar op zoek bent en waar je je als investeerder vanuit risico-oogpunt prettig bij voelt. Wij kunnen overal in de kapitaalstructuur naar alloceren. Het mooie daarvan is dat we op elk moment de beste voor risico gecorrigeerde kans kunnen pakken.’

‘Wij zijn van mening dat kredietverstrekking met name infra debt-beleggers een uitstekende kans biedt om projecten met een tastbare impact direct te financieren.’

Gardes: ‘We proberen voor investeerders bij elke transactie de beste positie in de kapitaalstructuur te vinden en zijn in staat om in de hele structuur te investeren. Ik ben geneigd te denken dat in de meeste gevallen nu – als je inderdaad een bepaald risiconiveau accepteert – het sub-investment grade-segment binnen infrastructuur speciaal aantrekkelijk is voor investeerders, maar uiteindelijk moet de situatie per geval worden bekeken.’

Del Picchia: ‘We richten ons ook steeds meer op sub-investment grade in lijn met de voorkeur van onze klanten. In het sub-investment grade-segment doen zich goede kansen voor, met name voor assets die de belangrijkste kenmerken behouden die je zoekt in infrastructuur.’

Wat zouden jullie beleggers adviseren die willen investeren in infra & real estate debt via een fonds: open-end of closed-end?

Riches: ‘Vastgoed is illiquide. Daarom hebben we geen open-end product, omdat dat iets belooft, namelijk aflossen, dat je misschien niet waar kunt maken vanuit een liquiditeitsperspectief.’

Gill: ‘Het hangt af van je beleggingsstrategie. Bij een closed-end fonds is een vrij korte investeringsperiode van twee of drie jaar misschien logisch, maar het geld van beleggers zal zes, zeven of acht jaar vastliggen. Aan de andere kant moeten beleggers zich bij een open-end fonds realiseren dat hun kapitaal mogelijk niet zo liquide is als ze denken.’

Del Picchia: ‘Het probleem met closed-end fondsen is dat je bij beleggingen met een variabele rente helemaal niet in de hand hebt wanneer je het kapitaal aan beleggers moet terugbetalen, wat soms kort na de aanloopperiode kan gebeuren.’

Gardes: ‘Bij een closed-end fonds moeten beleggers het accepteren om gedurende >

een bepaalde periode geen liquiditeit te hebben, wat goed is voor hun rendement. Een van de grootste uitdagingen van open-end fondsen is dat ze namens de klanten de liquiditeit van het fonds moeten beheren, wat een soort cash drag met zich mee kan brengen, en dat is uiteindelijk nadelig voor het rendement van beleggers. De keuze voor een open-end of closed-end fund hangt in de eerste plaats af van de vraag in hoeverre de belegger in staat is om de afwezigheid van liquiditeit gedurende een bepaalde periode op te vangen.’

Hoe realistisch is het om geografische diversificatie na te streven? Of is het vooral een lokaal spel?

Murnieks: ‘Diversificatie is erg belangrijk in onze klantenportefeuilles, of dat nu pan-Europees is of in veel gevallen meer wereldwijd. Dit helpt niet alleen om de invloed van lokale marktdynamiek te verminderen, maar stelt beleggers ook in staat om te profiteren van wereldwijde kansen. De Amerikaanse Inflation Reduction Act is een goed voorbeeld van een potentiële rugwind voor beleggers voor infrastructuur assets. Wij kiezen er meestal voor om samen te werken met gespecialiseerde investment managers die een regio en relevante sector bestrijken om de beste resultaten te halen.’

Schoen: ‘Wij richten ons op West-Europa, maar in al onze portefeuilles zijn meerdere landen vertegenwoordigd. Door de diversiteit die West-Europa biedt, kunnen we behoorlijk gebalanceerde portefeuilles opbouwen over vijftien landen. We proberen te voorkomen dat we per land investeren in vergelijkbare sectoren. Als we een fiber deal doen in bijvoorbeeld Duitsland, willen we de volgende fiber deal in een ander land doen.’

‘Door de diversiteit die West-Europa biedt, kunnen we behoorlijk gebalanceerde portefeuilles opbouwen over vijftien landen.’

‘We moeten ook de overgang en de aanpassing van assets financieren die verantwoordelijk zijn voor de meeste CO₂-uitstoot teneinde ze om te zetten in groenere assets.’

Gill: ‘In Europa heb je diversificatie: elk land is anders. De markten en de verschillende producttypes veranderen met verschillende snelheden. Sommige markten zijn verder ontwikkeld dan andere. Het gebruik van e-commerce verschilt van land tot land, evenals de groei van studenten-huisvesting, de levering van kantoren, enzovoort.’

Daelemans: ‘Wij staan onszelf toe om ook in Europa te investeren, maar op dit moment zien we een veel beter voor risico gecorrigeerd rendement in de Amerikaanse markt en daarom neigen we naar de Verenigde Staten. Ik denk dat beleggers het beste kunnen zoeken naar de expertise van hun managers in verschillende regio’s om goed gediversifieerd te zijn.’

Kies je voor kernsegmenten of meer risicovolle segmenten?

Schoen: ‘Er vindt een behoorlijke migratie plaats van kernactiviteiten. Nog niet zo lang geleden was de meerderheid geïnvesteerd in transport, energienetwerken of olieopslag. Nu begint de discussie over het gasdistributienetwerk en over hoeveel we moeten migreren naar datacenters. We proberen uit te vinden waar we over vijftien jaar nog steeds in willen investeren.’

Daelemans: ‘Ik heb het in een ander verband al gezegd en doe het opnieuw: we moeten niet te veel op labels vertrouwen. We nemen graag een soort bouwrisko, maar dat hangt sterk af van het track record van de tegenpartijen waarmee we in zee gaan. Hoever is het project gevorderd, hoe zeker is het dat het op tijd en binnen budget wordt opgeleverd? We deinzen ook niet terug voor sommige mogelijkheden om een uitzonderlijk rendement te kunnen halen, maar laten ons daarbij niet te veel meeslepen door de al genoemde labels.’ ■

IN HET KORT

Infra debt is op zichzelf al behoorlijk gediversifieerd, dus missen beleggers mogelijk iets als ze niet in deze beleggingscategorie investeren.

Vastgoedbeleggers die historisch gezien alleen maar in aandelen hebben geïnvesteerd, beginnen nu het voordeel van real estate debt in te zien.

Een nuttig kenmerk van infra- en real estate debt is dat veel van de onderliggende kasstromen op de lange termijn van contractuele aard zijn en mogelijk ook gekoppeld aan de inflatie.

Met name infra debt biedt beleggers een uitstekende kans om projecten met een tastbare impact te financieren.

Bij een closed-end fonds moeten beleggers in infra- en real estate debt het accepteren om gedurende een bepaalde periode geen liquiditeit te hebben, wat goed is voor hun rendement.

Over je grenzen heen stappen

Beleggingsportefeuilles zijn onvermijdelijk blootgesteld aan geopolitieke risico's. Hoe ga je daar in de praktijk mee om? Louis-Vincent Gave en Alexandra de Hoop Scheffer spraken hierover tijdens het Annual Dinner van CFA Society Netherlands en leerden ons twee lessen in intellectuele nederigheid.

Nederlanders bezitten collectief een slordige € 1,2 biljoen aan beleggingen in hun pensioenvermogen en daarnaast nog meer in allerhande potjes, zoals persoonlijke beleggingen en polissen. Het is niet praktisch en wenselijk om dit geld voornamelijk in Nederland, of zelfs in Europa, te beleggen. Onze lokale beleggingsmarkten zijn immers niet groot genoeg en buiten Europa kan diversificatie en wellicht ook meer rendement worden behaald. Buiten de grenzen beleggen kan spannend en avontuurlijk zijn. Het buitenland is onbekend en in steeds groter wordende mate onberekenbaar. Beleggers kunnen houvast zoeken in het duiden van geopolitieke trends, zoals een multipolaire wereld, en de implicaties proberen te doorgronden. Maar de beleggingsportefeuille alleen inrichten op een geopolitieke visie is niet zonder risico's en gevaren. Hoe kunnen investeerders hier in de praktijk mee omgaan?



Door **Richard Sanders**,
Lead Asset Manager
bij Lifetri Groep en
organisator van het
Annual Dinner van CFA
Society Netherlands

Over deze vraag deelden Louis-Vincent Gave (CEO van GaveKal) en Alexandra de Hoop Scheffer (President van het German Marshall Fund) met de gasten van het Annual Dinner van de Society Netherlands enkele inspirerende inzichten. Zij spraken over geopolitiek en internationaal beleggen en hierbij spelen megatrends meer dan ooit een rol. Beiden sprekers schetsten bijvoorbeeld een meer autarkisch wereldbeeld waarin verschillende machtsblokken – de VS, de EU en de 'Global South', aangevoerd door China – vergaande stappen nemen om minder afhankelijk van elkaar te worden. De mogelijke implicaties zijn verstrekkend. Talloze Europese bedrijven overwegen hun productie naar Amerika te verplaatsen,

aangetrokken door het genereuze subsidie-regime. Moet Europa dan ook meer subsidies verstrekken? Hoe ziet dit plaatje eruit met een verdere beperking van toegang van Chinese producten tot onze interne markt? Bepaalde Chinese hoogwaardige producenten zijn in korte tijd marktleiders geworden, zoals die van warmtepompen en zonnepanelen. Zal de klimaattransitie betaalbaar zijn in een dergelijke wereldorde? Politieke scenario-analyses zijn essentieel om in kaart te brengen waar dreigingen en kansen liggen. De Hoop Scheffer ziet dat dit 10 tot 15 jaar geleden maar mondjesmaat aan de orde kwam in bestuurskamers. Nu zien leiders het geopolitieke risico juist als hoogste risico voor hun bedrijf. Beleggers doen er goed aan om hun voorbeeld te volgen, maar nederigheid is geboden. Al te stellig zijn in het voorspellen van scenario's kan tot brokken leiden. Zo sprak Jake Sullivan¹ twee dagen voor de aanslag van Hamas in Israël de magische woorden: 'Het Midden-Oosten is nog nooit zo stabiel geweest'.

Te snel van mening veranderen en je laten leiden door krantenkoppen is een ander reëel risico. Iedere belegger heeft weleens te maken gehad met een schrikreactie en druk om de beleggingsportefeuille om te gooien. Gave toont dat een effectief wapen hier tegen is om continu verder te kijken dan wat ons bereikt aan nieuws over het buitenland. Wanneer het op China aankomt, staat de media bol van vastgoedproblemen. Trends die een enorme impact kunnen hebben op ons politieke klimaat en de economie, zoals de industriële revolutie in China, worden daardoor onderbelicht. En het is misschien juist de impact van dit soort megatrends die de meeste aandacht vereist in de beleggingsportefeuille.

Kunnen beleggers over hun eigen grenzen heen stappen? Het Annual Dinner van CFA Society Netherlands stemt hoopvol dat dit met een gezonde dosis intellectuele nederigheid zeker kan. ■

¹ Nationale veiligheidsadviseur van de Verenigde Staten.



Europa's groei in logistiek vastgoed

De vraag naar modern en duurzaam logistiek vastgoed in Europa zal de komende jaren fors toenemen. Financial Investigator sprak met Jeroen de Grunt en Maurice Stieger van CBRE Investment Management over de uitdagingen die dit met zich meebrengt.

Door Joost van Mierlo

‘De stijgende vraag naar modern en duurzaam logistiek vastgoed in Europa betekent dat er een enorme druk ontstaat op de markt. Bedrijven willen toegang tot logistieke gebouwen die zo dicht mogelijk in de buurt liggen van stedelijke agglomeraties en die multimodale mogelijkheden bieden. Door de toenemende robotisering en de druk op stroomvoorzieningen is er bovendien behoefte aan moderne gebouwen die zijn uitgerust met zonnepanelen en ultravlakke vloeren, geschikt voor gerobotiseerde orderpicking,’ zeggen Jeroen de Grunt en Maurice Stieger. Zij zijn bij CBRE Investment Management (CBRE IM) verantwoordelijk voor het Europese logistieke platform dat namens institutionele beleggers door CBRE IM wordt beheerd.

De vastgoedvermogensbeheerder becijferde dat de vraag naar logistiek vastgoed als gevolg van deze trends kan oplopen naar maar liefst 30 miljoen m² richting 2030, alleen al voor Europese e-commerce distributiecentra. Dit is maar liefst 1,25 x de gemiddelde opname per jaar wat betreft de volledige logistieke markt over de afgelopen 10 jaar. Jeroen de Grunt: ‘Doordat de markthuurstijging de afgelopen jaren veel sterker was dan de inflatie, liggen de huurprijzen voor nieuwe huurcontracten soms wel 20% tot 30% hoger. Dit maakt logistiek vastgoed een aantrekkelijke belegging voor investeerders, zeker in combinatie met de verwachte verdere rentedaling.’

Bevoorrading dichterbij

Een belangrijke drijfveer achter de nog altijd groeiende vraag naar logistiek vastgoed is de aanhoudende groei van e-commerce. Consumenten verwachten steeds kortere levertijden, wat bedrijven dwingt hun distributiecentra dichterbij stedelijke gebieden te vestigen. De Grunt: ‘De COVID-19-pandemie toonde de kwetsbaarheid van lange internationale toeleveringsketens aan. Bedrijven hebben sindsdien hun supply chain aangepast en brengen productie en opslag dichterbij de afzetmarkt, om de bevoorrading ook in tijden van crisis te garanderen. Dit geeft ze meer controle over voorraden en maakt ze flexibeler in tijden van verstoring.’

Technologische ontwikkelingen zoals automatisering en robotisering zorgen daarnaast voor een verhoogde vraag naar geavanceerde, duurzame logistieke centra. Maurice Stieger: ‘Deze centra moeten niet alleen geschikt zijn voor robotgestuurde processen, maar ook voldoen aan duurzaamheids-

doelen, bijvoorbeeld door het installeren van PV-systemen en energie-efficiënte oplossingen, of de toepassing van duurzame materialen. Meer dan in andere landen zien we daarnaast dat het in Nederland steeds belangrijker wordt dat het ontwerp integraal onderdeel is van de omgeving.’

Polarisatie

De logistieke vastgoedmarkt laat een duidelijke tweedeling zien. Moderne distributiecentra (DC's) die energie-efficiënt zijn en voldoen aan de nieuwste technologische eisen, winnen snel aan populariteit. Deze DC's zijn ontworpen met ultravlotte vloeren voor robotisering en beschikken over voldoende stroomcapaciteit ondersteund door de inzet van hernieuwbare energiebronnen, zoals zonnepanelen. Aan de andere kant zijn er veel verouderde gebouwen die niet meer voldoen aan de eisen van moderne gebruikers. Afhankelijk van de staat van het gebouw is de keuze dan een complete herontwikkeling of een upgrade.

De Grunt: ‘We zien dat deze tweedeling de vraag naar modern, toekomstbestendig logistiek vastgoed verder aanjaagt. Wat echter niet vergeten mag worden, is dat veel van deze verouderde gebouwen op strategische locaties staan, op plekken waar we in het verleden de eerste DC's hebben gebouwd. Het herontwikkelingspotentieel hiervan is enorm.’

Een goed voorbeeld is volgens De Grunt een project aan de ringweg van Parijs, waar een verouderde opslagloods binnenkort wordt gesloopt en wordt vervangen door een drie-laags, modern logistiek centrum. Door de strategische ligging en de toepassing van de nieuwste technologieën en duurzaamheidsmaatregelen, zoals zonnepanelen en energie-efficiënte systemen, transformeert dit project de komende jaren naar een state-of-the-art distributiecentrum dat grootschalige distributie en ‘last mile delivery’ combineert. De Grunt: ‘Dit project illustreert hoe strategische herontwikkeling van verouderde locaties kan bijdragen aan een toekomstbestendig logistiek netwerk.’

Huurgroei en schaarste

Naast polarisatie speelt ook de huurgroei op de lange termijn een cruciale rol in de aantrekkelijkheid van logistiek vastgoed. De huurprijzen voor nieuwe contracten liggen volgens De Grunt in veel gevallen aanzienlijk hoger dan die in lopende contracten, wat ruimte biedt voor reversionary potential. De Grunt: ‘De afgelopen jaren

zijn de huurprijzen sterk gestegen, met name door de aanhoudende schaarste aan grond in dichtbevolkte markten zoals Nederland. De prijsopdrijvende schaarste wordt daarnaast verstrekt door netcongestie, de verdozingsdiscussie en specifiek in Nederland de stikstofproblematiek. Deze factoren dragen bij aan de waardeontwikkeling van bestaande objecten, aangezien de vraag onverminderd hoog blijft en de beperkte beschikbaarheid van geschikte locaties de huurprijzen verder opdrijft.’

De toekomst is duurzaam

Duurzaamheid speelt een steeds grotere rol in de logistieke vastgoedsector. Naast het installeren van zonnepanelen op daken zoeken investeerders naar innovatieve manieren om bestaande gebouwen te verduurzamen. Zo worden bijvoorbeeld zonnepanelen geïnstalleerd aan de gevel van oudere gebouwen met een beperkte draagkracht, wat helpt om duurzaamheid te realiseren zonder structurele aanpassingen aan het dak. Daarnaast groeit de aandacht voor werkomgevingen die meer bieden dan alleen werkruimte, zoals gedeelde faciliteiten en parkmanagement op campusachtige locaties. Dit benadrukt de sociale kant van duurzaamheid, die steeds belangrijker wordt in de sector.

De Grunt: ‘De aanhoudende trends rondom e-commerce, supply chain optimalisatie en technologische innovatie maken logistiek vastgoed tot een kernsegment voor institutionele beleggers. Ondanks uitdagingen zoals schaarste en duurzaamheid, creëren ze ook juist kansen voor ontwikkeling en groene investeringen.’

Stieger merkt op dat bedrijven steeds vaker voor uitdagingen staan, zoals de verduurzaming van hun vastgoedportefeuille en de noodzaak om flexibeler om te gaan met veranderingen in de supply chain. ‘Deze ontwikkelingen vragen om een meer strategische benadering van logistiek vastgoed. Bedrijven zijn niet alleen op zoek naar fysieke ruimte, maar ook naar advies en partnerschap om hen te helpen navigeren door complexe processen. Een integrale benadering, waarbij zowel internationale uitbreiding als verduurzaming centraal staan, wordt steeds belangrijker. Daarbij speelt het kunnen aanbieden van maatwerkoplossingen, afgestemd op de specifieke behoeften van de klant, een cruciale rol in het succes van hun logistieke operaties.’ ■



Jeroen de Grunt

Fund Manager, CBRE Investment Management



Maurice Stieger

Head Transactions & Asset Management, CBRE Investment Management

IN HET KORT

De aanhoudende groei van e-commerce stuwt de vraag naar logistiek vastgoed.

Bedrijven willen hun voorraden dichterbij huis opslaan.

Automatisering en robotisering stuwen de vraag naar moderne hoogwaardige duurzame logistieke centra.

Investeren met zorg

Impactbeleggen is sterk in opkomst. Dit geeft institutionele beleggers de kans een concrete en meetbare bijdrage te leveren aan maatschappelijke uitdagingen. Hoe werkt dit in de praktijk? Het Pensioenfonds voor Huisartsen (SPH) koos voor zorgvastgoed.

Door Michel van Oostvoorn en Nienke Kuppens

De term ‘impact investing’ kent een lange historie. Een van de eerste initiatieven die eronder kan worden geschaard, is microfinanciering in de jaren zeventig. In 2007 kreeg de term erkenning als afzonderlijke beleggingscategorie tijdens een bijeenkomst van de Rockefeller Foundation. Sindsdien is impactbeleggen steeds populairder geworden – onder institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, maar ook onder particuliere beleggers. Het Global Impact Investing Network (GIIN) werd opgericht om de ontwikkeling in de sector te ondersteunen en benchmarks en meetinstrumenten te creëren.

Het GIIN definieert ‘impactbelegging’ als volgt¹: ‘Impactbeleggingen zijn beleggingen met de intentie om naast een financieel rendement een positieve, meetbare sociale en milieu-impact te genereren.’ Deze definitie kan worden opgedeeld in de volgende vier kenmerken: (1) het streven naar een (vooraf omschreven) positieve impact, (2) een marktconform financieel rendement, (3) een raamwerk om de impact te meten, en (4) een

langetermijnhorizon.

Volgens het GIIN werd de omvang van de wereldwijde impactbeleggingsmarkt in 2020 geschat op ongeveer \$ 715 miljard aan beheerd vermogen². Dit was een meer dan vertienvoudiging sinds 2015, wat aantoont dat impactbeleggen een belangrijk onderdeel van de bre-

dere beleggingsindustrie is geworden. Recente cijfers geven aan dat de omvang inmiddels de grens van \$ 1 biljoen heeft doorbroken. De groei van impactbeleggen zal de komende jaren blijven versnellen. Het World Economic Forum³ schat dat de markt tegen 2030 mogelijk een omvang kan bereiken van \$ 2-3 biljoen aan beheerd vermogen. Ook in Nederland staat impactbeleggen hoog op de agenda van institutionele beleggers.

Investing van SPH in zorgvastgoed

Stichting Pensioenfonds voor de Huisartsen (SPH) ziet een goed pensioen als meer dan geld alleen. SPH wil, net als huisartsen zelf, verantwoordelijkheid nemen voor een leefbare en gezonde wereld. Daarom besloot SPH in 2012 om beleggingen in tabak uit te sluiten en in 2015 om actief

op zoek te gaan naar een passende impactbelegging. Vanuit huisartsen vernam SPH regelmatig dat ze moeite hadden met het financieren van hun eigen praktijk. Hier wilde SPH een bijdrage aan leveren. Kortom, impact maken dicht bij huis. In zorgvastgoed zag het fonds daarnaast een groeiende markt met goede financiële vooruitzichten.

In 2015 was de markt voor impactbeleggen nog niet zo ontwikkeld als nu. SPH koos er daarom voor om – samen met Hartelt Fund Management als beheerder – het Apollo Zorgvastgoedfonds te starten. SPH zag in Hartelt een partner met dezelfde visie en ambities. Het was pionieren. Het duurde dan ook enige tijd voordat alles was ingeregeld en de eerste investeringen werden gedaan. Maar juist

FIGUUR 1: IMPACTPROPOSITIE



Bron: Hartelt Fund Management

‘SPH wil blijven aansluiten bij de wensen van de deelnemers en zich richten op het thema ‘gezonde leefomgeving’

dit opstarten, de fondsmanager een kans geven en het fonds ook beschikbaar maken voor andere beleggers, zag SPH als belangrijke onderdelen van de impactpropositie. Vanuit de spreidingsgedachte koos SPH ervoor om in brede zin te investeren in goede zorgvoorzieningen. Het Apollo Zorgvastgoedfonds investeert inmiddels namens meerdere institutionele beleggers in hoogwaardige, duurzame en betaalbare huisvesting en faciliteiten voor ouderen en/of mensen met een (zware) zorgbehoefte.

Opstellen van een impact framework

Onderdeel van de GIIN-definitie van impactbeleggen is het vooraf vaststellen van de impactdoelen. Samen met adviesbureau Steward Redqueen heeft het Apollo Zorgvastgoedfonds voor de start van het fonds in 2016 een impact framework opgesteld. Het framework bestaat uit een drietal samenhangende onderdelen: impactpropositie, impactindicatoren en impactdashboard.

De impactpropositie bevat de missie van een fonds en beschrijft hoe zijn activiteiten resulteren in producten (beleggingen) die worden ingezet voor de doelgroepen van het fonds. De verwachting is dat deze inzet leidt tot meetbare positieve maatschappelijke impact, zowel op de korte als op de lange termijn. In Figuur 1 is de

impactpropositie van het Apollo Zorgvastgoedfonds weergegeven, waarbij het fonds actief wil bijdragen aan kwalitatief hoogwaardige, duurzame en betaalbare zorghuisvesting en -faciliteiten in Nederland.

De impactpropositie start vanuit de fondsmissie (onderaan Figuur 1). Vanuit de missie worden activiteiten gedefinieerd en vastgelegd die de basis vormen om de impactdoelen te halen. Vervolgens worden de stakeholders benoemd waarvoor het fonds een maatschappelijke impact wil realiseren. Dit kunnen de direct betrokkenen (gebruikers, huurders) zijn, maar ook de omgeving.

Per stakeholdergroep worden vervolgens impactindicatoren opgesteld. Dit zijn ofwel kwantitatief eenvoudig meetbare doelen (bijvoorbeeld een energielabel), ofwel meer kwalitatief meetbare doelen (zoals tevredenheid bij gebruikers). Tevens worden er tijdspaden aan de doelen gekoppeld. De gehele impactpropositie dient vooraf te worden vastgelegd in het beleggingsbeleid en portefeuillmanagement van het fonds.

Resultaten impactbeleggen

Om de impact te meten, is veel data nodig die gestructureerd moet worden vastgelegd. Om de data inzichtelijk te maken, onder meer voor investeerders, is een impactdashboard nodig.

Een dergelijk dashboard verhoogt niet alleen de transparantie, maar ook de mogelijkheid om de impact te evalueren en te sturen op impactdoelstellingen. Het dashboard van het Apollo Zorgvastgoedfonds geeft investeerders inzicht in factoren als de kwaliteit van de huisvesting, duurzaamheidslabels, het aantal geïnstalleerde zonnepanelen, aantal verpleegbedden en mensen met toegang tot eerstelijnszorg. De uitkomst van deze factoren wordt vergeleken met benchmark(s).

Conclusie

Door vooraf de impactpropositie en het framework op te stellen en te verankeren in het beleid voldoet het Apollo Zorgvastgoedfonds aan onderdeel 1 en 4 van de GIIN-definitie. Aan onderdeel 2 en 3 wordt invulling gegeven door het inzichtelijk maken van de behaalde maatschappelijke impact, met minimaal een marktconform rendement. Investeren en beleggen nopen echter om voortdurend in te spelen op de veranderende markt.

SPH heeft de ambitie om de impactportefeuille verder uit te breiden naar andere beleggingscategorieën. Het pensioenfonds wil blijven aansluiten bij de wensen van de deelnemers en zich richten op het thema ‘gezonde leefomgeving’. SPH is stellig overtuigd van het belang van partnerships en samen oplossingen mogelijk maken. Gelukkig ontwikkelt de markt voor impactbeleggen zich razendsnel en zijn er steeds meer initiatieven. ■



Michel van Oostvoorn

Directeur Acquisitie & Beheer, Hartelt Fund Management



Nienke Kuppens

Responsible Investment Strategist, Pensioenfonds voor Huisartsen

IN HET KORT

Impactbeleggen is in opkomst en blijft voorlopig groeien.

Het door SPH en Hartelt Fund Management opgerichte Apollo Zorgvastgoedfonds investeert in hoogwaardig, duurzaam en betaalbaar zorgvastgoed.

Met een impact framework worden de impactdoelen gemonitord aan de hand van de impactpropositie, impactindicatoren en een dashboard.

SPH heeft de ambitie om de impactportefeuille verder uit te breiden naar andere beleggingscategorieën.

- <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>
- <https://thegiin.org/publication/research/impinv-survey-2020/>
- <https://www.weforum.org/agenda/2024/05/4-trends-private-market-impact-funds-app>

De vastgoedwereld heeft elk type belegger iets te bieden

De vastgoedwereld heeft veel te bieden aan beleggers die op zoek zijn naar vermogensgroei, diversificatie of inkomen uit de portefeuille. Invesco Real Estate onderscheidt zich door een groot netwerk van specialisten en een flexibele aanpak.

Door Michiel Pekelharing

In Nederland breken de huizenprijzen het ene record na het andere. Op andere delen van de wereldwijde vastgoedmarkt ziet het beeld er heel anders uit. In veel segmenten zijn de prijzen de afgelopen jaren behoorlijk gedaald, zodat soms aantrekkelijke aankoopkansen ontstaan. Doug Rowlands, Senior Director Client Portfolio Management bij Invesco Real Estate, legt uit wat er schuilgaat achter de correctie in een groot deel van de vastgoedsector, wat de belangrijkste trends zijn, en waarom schaalgrootte een groot voordeel is binnen deze beleggingscategorie.

In veel delen van de vastgoedmarkt zijn de prijzen de afgelopen jaren gedaald. Wat is de reden van die correctie?

‘Op de vastgoedmarkt laat de omschakeling naar een ander, normaler renteklimaat zich voelen. De rente op de kapitaalmarkt is vijftien jaar lang heel erg laag geweest. Hierdoor vonden institutionele beleggers op de obligatiemarkt niet het rendement dat ze nodig hadden om aan toekomstige verplichtingen te

voldoen. Deze zogeheten search for yield heeft veel beleggers richting de vastgoedmarkt gedreven. Daar konden namelijk nog wel aantrekkelijke inkomsten worden behaald, dankzij de zekerheid van langlopende huurcontracten. In de nasleep van de pandemie zijn de marktomstandigheden echter snel veranderd. In een reactie op de oplaaierende inflatie is de rente omhoog geschoten. Vijf jaar geleden was het mogelijk om met een mooi pand op een toplocatie een rendement te halen van 3%. Maar inmiddels bieden geldmarktfondsen een vergelijkbaar rendement met een veel lager risicoprofiel. In reactie daarop hebben institutionele partijen hun portefeuilles bijgesteld. Dat gebeurde door de positie in obligaties uit te breiden ten koste van vastgoed. Die omschakeling vraagt echter tijd. Het aantal transacties op de vastgoedmarkt is in 2022 en 2023 behoorlijk afgenomen. Hierdoor is het lastig om goed in beeld te krijgen hoe ver we zijn in deze omschakelingsperiode. Bovendien verloopt de omschakeling niet overal even snel. In Europa zijn de prijzen tussen eind september 2022 en augustus van dit jaar gemiddeld met 18,5% gedaald, maar in het tweede kwartaal van dit jaar zag je alweer wat groei. Dat is een aanwijzing dat de bodem waarschijnlijk bereikt is. Zover is het in de Verenigde Staten nog niet. Daar verloopt de herwaardering aanzienlijk trager. In Azië is de situatie juist weer vrij complex, omdat het inflatieniveau en de bbp-groei van land tot land behoorlijk verschillen. Behalve de wereldwijde herwaardering speelt er nog een andere beweging op de vastgoedmarkt. Door de zoektocht naar rendement waren sommige beleggers de risico's enigszins uit het oog verloren. De waarderingen van verschillende marktsegmenten kropen steeds meer naar elkaar toe. Het verschil tussen hoogwaardig vastgoed op een toplocatie en kwalitatief wat minder mooie panden nam sterk af. Omdat beleggers inmiddels ook in andere marktsegmenten weer een goed rendement kunnen halen, worden risico's ook weer veel beter ingeprijsd en zijn de rendementsverschillen tussen verschillende soorten vastgoed toegenomen. Je ziet dan ook dat vooral de huren en de waardering in het lagere deel van de markt onder druk staan. De huurprijzen in het centrum van steden zoals Londen, Parijs en Frankfurt bereiken nog altijd nieuwe records.’

‘De waarderingscorrectie als gevolg van de snelle rentestijging in 2022 is nog niet in alle regio's achter de rug.’

‘De markt voor logistiek vastgoed heeft onder meer dankzij de opkomst van online winkelen een enorme ontwikkeling doorgemaakt.’

In hoeverre zijn renteschommelingen ook in de toekomst bepalend voor de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt?

‘De waarderingscorrectie als gevolg van de snelle rentestijging in 2022 is nog niet in alle regio’s achter de rug. Maar er zijn andere factoren die invloed hebben op de prijsontwikkeling op vastgoedmarkten naast de renterichting. Als beleggingscategorie combineert vastgoed namelijk specifieke eigenschappen van zowel obligaties als aandelen. De afgelopen jaren lag de focus met name op het inkomstenelement, dat ook bij obligaties een grote rol speelt. Hierdoor was er wat minder aandacht voor de mogelijkheden voor waardevermeerdering, die juist voor de aandelenmarkt belangrijk is. Invesco heeft heel veel ervaring op het vlak van aandelen- en obligatiebeleggen. Bovendien hebben we een heel groot team met vastgoedspecialisten, met alleen al in Europa 192 medewerkers. Die zitten niet op een groot kantoor in Londen, maar werken verspreid over alle grote steden op het continent. Ze kennen de lokale markt en hebben daar hun eigen netwerk. Je moet niet onderschatten hoe belangrijk dat is, want er zijn grote verschillen tussen verschillende marktsegmenten en regio’s. Op het Europese vasteland is het bijvoorbeeld sinds de pandemie heel gebruikelijk om twee dagen in de week vanuit huis te werken. Bedrijven doen hun best om werknemers naar kantoor te lokken. Gebouwen met een goede bereikbaarheid, mooie kantoortuinen, een luxe kantine en een eigen fitnessruimte hebben duidelijk een paar streepjes voor. Dat is weer minder het geval in Azië, waar het veel gebruikelijker is om nog vijf dagen in de week naar kantoor te komen.’



CV

Doug Rowlands

Doug Rowlands is verantwoordelijk voor het ontwikkelen en beheren van klantrelaties in het Verenigd Koninkrijk en Nederland. Hij begon zijn beleggingscarrière in 2004 en trad in 2019 in dienst bij Invesco Real Estate. Daarvoor was Doug werkzaam bij AEW Real Estate waar hij aan het hoofd stond van het Britse Investor Relations team. Hij deed veel ervaring op met de vastgoedmarkt in zowel Europa als Noord-Amerika doordat hij 12 jaar bij MSCI (voorheen IPD) in Europa, de VS en Canada werkte.

Waar liggen momenteel de kansen binnen de vastgoedsector?

‘Uiteindelijk ga je het verschil maken met de juiste panden op de juiste locatie. Om die te ontdekken, kijken we naar de grote trends. Waar willen mensen met elkaar wonen? Hoe gaan mensen met elkaar om? Op welke wijze gaan bedrijven innoveren? Daarbij hebben we oog voor de kansen die er in het huidige marktklimaat liggen. Door een gebrek aan nieuw kapitaal en een onduidelijke prijsvorming als gevolg van een laag aantal transacties, zijn er mogelijkheden om in bepaalde marktsegmenten tegen heel aantrekkelijke prijzen positie te kiezen. Eventueel doen we dat samen met andere partijen, zodat we meer transacties kunnen doen en profiteren van economische schaalvoordelen. In het huidige marktklimaat draait het niet alleen om het zo goedkoop mogelijk aankopen, omdat niet zeker is of en wanneer de prijzen terugkeren naar de oude niveaus. In plaats daarvan analyseren we of de huurinkomsten sneller omhoog kunnen gaan dan de inflatie. Onze schaalgrootte is een duidelijk voordeel bij het vinden van kansrijke investeringen. De totale waarde van alle transacties waarbij Invesco Real Estate in Europa betrokken is, komt dit jaar uit op € 1,8 miljard. Omdat we in de markt een goede bekendheid hebben en ook over de middelen beschikken voor grote transacties, weten >

veel partijen ons te vinden. Zo krijgen we als eerste de kans om te participeren in veelbelovende projecten. Daar komt bij dat we veel verschillende expertises in huis hebben. We zitten niet vast aan één bepaalde aanpak, maar kijken per transactie wat voor onze klanten de meest gunstige verhouding tussen risico en rendement oplevert. De ene keer is dat via het verstrekken van een lening, terwijl we een andere keer rechtstreeks participeren in een pand of een project. Als investeerders hebben we bovendien toegang tot marktsegmenten waar banken niet kunnen komen. Onlangs hebben we bijvoorbeeld financiering verstrekt aan een vastgoedontwikkelaar. Deze partij had al twee derde van een bouwproject voor een toekomstige huurder afgerond, maar had extra middelen nodig voor de laatste fase. Deze investering levert ons een rendement op van 15% per jaar, terwijl het risico heel laag ligt. Op deze wijze spelen we in op de specifieke kansen die in elke fase van de vastgoedcyclus ontstaan, zonder dat we daarbij de grote trends uit het oog verliezen.'

Een van de trends is dat vastgoedportefeuilles lang niet altijd meer voor het overgrote deel uit kantoren en winkels bestaan. Welke marktsegmenten springen er nog meer uit?

'De markt voor logistiek vastgoed heeft onder meer dankzij de opkomst van online winkelen een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Er is ook in de toekomst nog veel kapitaal nodig voor de uitbouw van logistieke netwerken. Een ander segment dat ik eruit wil lichten, zijn studentenwoningen. In grote Europese steden is er slechts beperkt aanbod en veel vraag naar woonruimte voor studenten. De rendementen in dit segment liggen iets hoger dan bij traditionele huurwoningen. Op de kantoormarkt liggen overigens ook nog goede kansen als je tegen aantrekkelijke prijzen objecten kan vinden, om die vervolgens te verduurzamen en te voorzien van goede voorzieningen. Wij investeren in kwalitatief hoogwaardig vastgoed op toplocaties. Dat zijn de mooiste gebouwen in het hart van de stad, die heel goed scoren qua duurzaamheid.'

Hoe belangrijk is duurzaamheid binnen de vastgoedmarkt?

'Ongeveer 40% van de wereldwijde CO₂-uitstoot is afkomstig van de vastgoedsector. Het is dan ook bij uitstek een terrein

'Gebouwen met een goede bereikbaarheid, mooie kantoortuinen, een luxe kantine en een eigen fitnessruimte hebben duidelijk een paar streepjes voor.'

waar bedrijven en beleggers het verschil kunnen maken. Veel ondernemingen hebben al concrete doelstellingen om de CO₂-uitstoot tot netto nul te verlagen. Daar komt bij dat de regelgeving steeds strenger wordt. Bij nieuwe investeringen brengen we altijd in kaart aan welke wensen en regels een gebouw in de toekomst moet voldoen. Bij een renovatie recyclen we zoveel mogelijk van de materialen. Dat kan oplopen van 60% tot 70%. Soms wordt de buitenkant vervangen, maar blijft het geraamte van het pand staan. We proberen beton zo veel mogelijk te recyclen om te voorkomen dat er CO₂ vrijkomt. Bij nieuwbouw gebruiken we duurzame materialen zoals gerecycled dwarslaminaathout, koolstofarm beton en gerecycled staal. Als je door een duurzame bril naar de vastgoedwereld kijkt, zie je vaak allerlei mogelijkheden om waarden toe te voegen die er tien jaar geleden nog niet waren. Volgens schattingen van onder meer MSCI voldoet bijna 50% van al het vastgoed in institutionele handen niet aan de klimaatdoelen van Parijs. Er zijn flinke investeringen nodig om deze zogeheten stranded assets weer te laten voldoen aan de eisen van deze tijd.

Het draait natuurlijk niet alleen om het reduceren van CO₂-uitstoot, oftewel de E in ESG. We hebben ook oog voor sociale factoren. In kantoren is dat bijvoorbeeld de aanleg van speciale kantoortuinen waar werknemers kunnen ontspannen of overleggen. We denken ook na over hoe we trappen aantrekkelijker kunnen maken, zodat mensen de lift laten staan en wat meer beweging krijgen. Onze aanpak slaat goed aan bij investeerders met oog voor duurzaamheid, zoals family offices. Bij deze partijen komen we de laatste jaren overigens al steeds vaker in beeld, aangezien de vastgoedwereld elk type belegger wel iets te bieden heeft.' ■

IN HET KORT

De renteverhogingen van de afgelopen jaren hebben geleid tot een afname van transacties op de vastgoedmarkt en daarmee tot een verlaging van de prijzen.

Binnen de vastgoedmarkt zijn er grote verschillen tussen verschillende segmenten en regio's.

Logistiek vastgoed is sterk in opkomst als gevolg van de doorbraak van online winkelen.

Aangezien ongeveer 40% van de wereldwijde CO₂-uitstoot afkomstig is van de vastgoedsector, kunnen vastgoedbeleggers veel verschil maken op het gebied van ESG.

Werk aan de winkel

Geen sector heeft de afgelopen jaren zo veel moeten incasseren en transformeren als de retail-sector. Fysieke winkels kwamen onder druk te staan door de groei van e-commerce, een pandemie sloot de winkeldeuren, inflatie maakte consumenten voorzichtig en in hoog tempo schakelden we over op contactloos betalen, wat de sector tot snelle aanpassingen dwong.

Wat er ook gebeurde, de sector stond op, paste zich aan en toonde ongekende veerkracht. Iets om dankbaar voor te zijn, want de maatschappelijke waarde van ons fijnmazige retaillandschap is evident: een goed winkel- en dienstenaanbod in de buurt is nodig voor een fijne en duurzame leefomgeving.

Maar de uitdagingen voor de sector zijn nog lang niet voorbij. Om relevant te blijven en aan de eisen van de moderne consument te voldoen, zijn drie belangrijke transformaties nodig: verduurzaming, digitalisering en talentontwikkeling. Het recent verschenen SEO-rapport 'Transitie-Uitdagingen voor de Nederlandse retailsector' geeft een nadere duiding van de (financiële) investeringen die hiervoor nodig zijn.

Om de verduurzamingsopgave richting Paris Proof 2050 te halen, is samenwerking cruciaal. Niet alleen met ketenpartners om de milieu-impact in de keten te verkleinen, maar ook tussen retailers en vastgoedeigenaren om deze ambitie in de fysieke winkel te realiseren. Zoals Eus Peters, directeur van de Raad Nederlandse Detailhandel, onlangs zei: 'Het is belangrijk dat huurders en verhuurders elkaar begrijpen, uitdagen en inspireren op het gebied van duurzaamheid van winkelpanden.'

Dat begrip voor elkaars omstandigheden, belangen en ambities zal in de verduurzamingsopgave de basis zijn voor een nieuw succesverhaal waarin de veranderingen zich op grote schaal voltrekken terwijl de letterlijke én de spreekwoordelijke winkel gewoon openblijft.

Meer dan een groene belofte

Verduurzaming is geen eenvoudige opgave,

maar het is een mes dat aan twee kanten snijdt. Aan de ene kant zijn er de ecologische voordelen: energie-efficiënte gebouwen verlagen de CO₂-uitstoot en dragen bij aan de duurzaamheidsdoelen van Nederland. Aan de andere kant zijn er economische voordelen: duurzame winkel(formule)s worden aantrekkelijke bestemmingen waar consumenten graag komen winkelen. Sowieso is er voor zowel retailers als vastgoedeigenaren een duidelijk gezamenlijk voordeel om samen te investeren.

Zo blijkt uit initiatieven als het delen van energiedata tussen huurders en verhuurders, dat samenwerking op het gebied van energiebeheer beide partijen kan helpen om kosten te besparen en duurzaamheid te verhogen. Ook het stimuleren van circulaire inkoopprocessen, waarbij grondstoffen worden hergebruikt en afval wordt beperkt, biedt economische kansen. Daarnaast wijst het SEO-rapport er ook op dat winkelgebieden zich moeten aanpassen aan hybride werken en winkelmodellen. Dit vereist dat vastgoedeigenaren en retailers nauw samenwerken om fysieke winkels flexibeler te maken, zodat ze beter kunnen inspelen op de veranderende behoeften van consumenten.

Duurzaamheid is dus geen kostenpost, maar vooral een slimme investering in de toekomst. En ja, zoals bij elke grote verandering zullen er onderweg obstakels zijn. Regels veranderen voortdurend, technologieën evolueren, en ondertussen moeten de winkels openblijven. Maar ook nu zal succes komen vanuit samenwerking, zodat partijen elkaar blijven uitdagen, inspireren, en vooral samen volhouden – juist wanneer het moeilijk wordt.

Vertrouwen

Met de opgebouwde veerkracht en de bewezen kracht van samenwerking ben ik ervan overtuigd dat zowel de retail- als de vastgoedsector klaar zijn om deze uitdaging aan te gaan. De innovatiekracht en flexibiliteit van beide sectoren vormen een solide basis om deze transformatie tot een succes te maken. Samenwerking is misschien niet altijd eenvoudig, maar het is een bewezen succesformule. Dit gaat niet zozeer om 'overleven' als wel om floreren in een duurzame toekomst. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Impact maken en beleggen in private assets: cruciaal om net zero te bereiken

Door Esther Waal Fotografie Cor Salverius Fotografie



Tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars wordt goed duidelijk dat het risico-beheer en de beleggingsstrategie van verzekeraars in de afgelopen decennia om verschillende redenen fors zijn veranderd. Ook de wens om net zero-doelstellingen te behalen, speelt een rol, zo blijkt tijdens de afsluitende paneldiscussie.

Aan de paneldiscussie doen vier professionals mee met ieder een eigen perspectief op de net zero-verplichtingen van verzekeraars. Moderator Erik Leseman, Head of Investment Implementation & Oversight bij a.s.r. vermogensbeheer, begeleidt de discussie aan de hand van vier stellingen, die hij niet alleen voorlegt aan de vier paneldeelnemers, maar ook aan het publiek.

Stelling 1: Verzekeringsmaatschappijen zullen nooit net zero bereiken

Leseman constateert veel instemming vanuit de zaal met deze stelling, gezien de vele groene bordjes die door het publiek omhoog worden gehouden. Hij vraagt Vincent Lemaître, Head of ESG for Private Debt bij vermogensbeheerder Tikehau Capital, om commentaar te geven. Lemaître is het niet met de zaal eens. Hij is positief gestemd en denkt dat we nog steeds net zero kunnen bereiken, ook al is er volgens hem nog een lange weg te gaan. ‘De meeste verzekeringsmaatschappijen, banken en vermogensbeheerders zijn net zero-verplichtingen aangegaan en door het Akkoord van Parijs weten bedrijven precies wat ze moeten doen om netto nul te bereiken. We zien echter dat de CO₂-uitstoot nog steeds toeneemt. Waarom dat zo is? Vanuit mijn oogpunt gaan de ESG-inspanningen nu niet de goede kant op. Bedrijven gaan uit van de lange termijn. Ze beloven dat ze in 2050 net zero zijn, en de ‘best-in-class’ noemen daarbij het jaartal 2030. Maar eigenlijk heb je daar

geen echte controle op. Wat nodig is, is een verandering binnen de portefeuille. Op dit moment bestaan beleggingsportefeuilles voor het grootste deel uit beursgenoteerde bedrijven. Ik heb niets tegen beursgenoteerde bedrijven, maar het is daarmee ingewikkelder om net zero te bereiken, omdat je geen manier hebt om op jaarbasis te monitoren wat het bedrijf kan doen en of het bedrijf op koers ligt om tot netto nul te komen. Bovendien heb je als belegger weinig invloed. Bij private assets ligt dat anders. Je hebt daarmee meer mogelijkheden om bedrijven te stimuleren, zoals directe toegang tot het management en invloed op de leenkosten. Door daar gebruik van te maken, kunnen we versnellen en net zero bereiken.’

Jack Julicher, niet-uitvoerend bestuurslid bij diverse organisaties, waaronder stichting NAB, reageert: ‘Maar het is duidelijk dat verzekeringsmaatschappijen achterlopen. Impactbeleggingen vertegenwoordigen maar een heel klein percentage van de balans van verzekeringsmaatschappijen, namelijk 2,6% volgens een recente NAB-studie. Verzekeraars moeten meer vaart zetten achter de duurzame investeringen die ze doen, maar ook meer doen aan impactbeleggen. Naar een allocatie van impactgenererende beleggingen van 10%, wat mij betreft al in 2025. Dat is wat volgens de NAB nodig is.’

Stelling 2: We moeten van een tweedimensionaal naar een driedimensionaal perspectief op beleggen. Dus niet alleen risico en rendement, maar risico, rendement en impact.

Opnieuw worden in de zaal veel groene bordjes omhoog gehouden, maar Leseman ziet ook wel wat kritische seminardeelnemers met een rood bordje. Hij vraagt Xander van den Biggelaar, Senior Portfolio Manager Sustainable Investing bij Coöperatie VGZ, hoe hij denkt over het incorporeren van de focus op impact binnen het beleggingsbeleid. Van den Biggelaar: ‘De derde dimensie impact gaat natuurlijk over de echte wereld, over onszelf, onze families, onze toekomst. Dus vanuit maatschappelijk perspectief is het antwoord volmondig ja. Maar er speelt meer. Iets dat op dit moment een maatschappelijk effect is, een zogenaamde externaliteit, kan in de toekomst een prijs krijgen en dus geïnternaliseerd worden. >



VOORZITTER

Erik Leseman

Head of Investment Implementation & Oversight, a.s.r. vermogensbeheer



Xander van den Biggelaar

Senior Portfolio Manager Sustainable Investing, Coöperatie VGZ



Jack Julicher

Niet-uitvoerend bestuurslid bij verschillende organisaties, Interim voorzitter financial sector Dutch climate agreement



Marieke van Kamp

Head of Private Markets, NN Group



Vincent Lemaître

Head of ESG for Private Debt, Tikehau Capital

Dan wordt het ook financieel relevant en interessant, én kan het een risico vormen. Dat is ook de trend die zich nu voordoet. Als je deze effecten negeert, loop je mogelijk ongewenste en/of onbeloonde risico's. Dus die derde dimensie is noodzakelijk.'

Marieke van Kamp, Head of Private Markets bij NN Group, voegt daaraan toe: 'Impact en het bredere ESG leiden uiteindelijk tot risico's en rendement. Dus in die zin blijft het eigenlijk een tweedimensionaal perspectief. Ook de waarde voor de samenleving is een factor voor je risico-rendementsprofiel.' Julicher vraagt of Van Kamp er wel rekening mee houdt dat externaliteiten vaak niet te beprijzen zijn. Ze antwoordt daarop dat je externaliteiten inderdaad niet allemaal kunt beprijzen, maar dat er wel degelijk sprake is van risico's die meegenomen moeten worden in de afweging. Julicher: 'Dat klopt, maar het huidige risico-rendementsmodel kijkt alleen naar rendement vanuit een risico-perspectief. Ik denk dat er vanuit het rendementsperspectief nog steeds externaliteiten zijn waar we geen prijs op kunnen plakken, maar die wel invloed hebben op de maatschappij en ons milieu. Dit betekent dus dat we naar een driedimensionale benadering moeten gaan. Ondanks dat bedrijven transparanter worden en door CSRD ook móeten worden, zullen bedrijven nog steeds impact hebben, soms negatieve impact, die inherent is aan hun businessmodel.'

Ook Van den Biggelaar mengt zich in de discussie: 'We kunnen die externaliteiten

'We staan niet meer aan het begin van het proces, toen het alleen om het reduceren van de CO₂-uitstoot ging. Het is nu nodig om verder te gaan.'

nu nog niet goed beprijzen. Maar dat is waarschijnlijk een kwestie van tijd. Wij hebben onlangs een sessie over biodiversiteit gehad met onze externe ESG-partner Cardano en zij hebben de biodiversiteits-impact in onze listed equity-portefeuille geschat. Wat blijkt: als je alle maatschappelijke kosten meeneemt, dus alle externaliteiten internaliseert, blijft er weinig rendement over. Wij volgen gerenommeerde marktindices, dus dit geldt vast voor het merendeel van de institutionele beleggers.'

Stelling 3: Om netto nul te bereiken, zouden verzekeraars alleen moeten investeren in impact

Er ontstaat wat geroezemoes over deze stelling, omdat de zaal en ook het panel het unaniem oneens blijkt te zijn met deze stelling, met één uitzondering: Julicher houdt een groen bordje omhoog. Julicher lacht en geeft aan dat ook in zijn ogen deze stelling te stellig is. Maar hij wil met zijn eenzame groene bordje wel aangeven dat het huidige engagement en de ESG-investeringen nog niet genoeg zijn. Julicher: 'We moeten meer doen. We moeten echt betrokken zijn bij de impact die we hebben. We staan niet meer aan het begin van het proces, toen het alleen om het reduceren van de CO₂-uitstoot ging. Het is nu nodig om verder te gaan. Niet alleen voor vermogensbeheerders, maar ook voor bedrijven waarvan vele hun bedrijfsmodellen dienen te veranderen. Vermogensbeheerders kunnen daarbij veel impact hebben met het creëren van oplossingen gericht op impact.'

Lemaître wil daar wel een nuancering in aanbrenen: 'Een positieve bijdrage leveren als bedrijf is één element van impact.'



Maar het moet ook gaan om de transitie van de output van bedrijven. Beide zijn belangrijk. Je hebt bedrijven nodig die andere bedrijven helpen bij het verminderen van hun CO₂-uitstoot, de enablers. Maar dat is niet het enige. Je moet ook investeren in traditionele bedrijven om de gehele economie te helpen net zero te bereiken. Impactbeleggen is in die zin meer een niche.’

Dan vindt Leseman het tijd voor de laatste stelling.

Stelling 4: Om een echte impact te hebben, zouden verzekeraars meer in private markets moeten investeren.

Ook deze stelling krijgt veel bijval van de seminardeelnemers in de zaal. Leseman vraagt Van Kamp als eerste te reageren. Zij vertelt over de eigen inspanningen van haar organisatie op het gebied van impact en de lessons learned. Van Kamp: ‘Binnen NN hebben we ons impactprogramma afgestemd op de EU Taxonomie. Dus in onze beleggingen gebruiken we de definities van de EU Taxonomie. Op dit moment bestaat 20% van onze totale portefeuille uit private markets-beleggingen, in onze klimaatoplossingenportefeuille is dat meer dan 50%. Wij ervaren dus zelf dat we met private assets meer kunnen bijdragen aan onze impactdoelstellingen. We onderhandelen daarover met onze managers, en proberen ze zo ver mogelijk het ESG-pad op te krijgen. We ontwerpen ook samen met sommige managers specifieke programma’s, bijvoorbeeld ten aanzien van de energietransitie in Europa of

‘Als voor die tailor made-programma’s alleen assets in aanmerking komen die aan de EU Taxonomie voldoen, wordt het heel moeilijk om die programma’s te vullen.’

‘Iets dat op dit moment een maatschappelijk effect is, een zogenaamde externaliteit, kan in de toekomst een prijs krijgen en dus geïnternaliseerd worden.’

duurzame en betaalbare huisvesting. Dan kunnen we precies beschrijven wat we nodig hebben.

Maar een belangrijke les is om niet te streng te zijn. Want als je bijvoorbeeld zegt dat voor die tailor made-programma’s alleen assets in aanmerking mogen komen die aan de EU Taxonomie voldoen, dan zou het heel moeilijk worden om die programma’s te vullen. En dan zou je ook transitie-assets missen die echt belangrijk zijn om real world impact te maken, maar die nog niet aan de definities van de EU Taxonomie voldoen.’

Julicher wil daar nog iets anders aan toevoegen: ‘Wat ik als interim-voorzitter van het Klimaatcommitment Financiële Sector heb gezien, is dat de financiële sector in Nederland ernaar streeft om zo goed mogelijk bij te dragen aan de financiering van de energietransitie. En daarbij zie ik dat dit heel wat creativiteit losmaakt en uitvoerende kracht vergt. Kijk bijvoorbeeld naar blended finance. Wat je nodig hebt, zijn mensen die dit soort financieringsoplossingen, waarbij private partijen en overheden samenwerken, bedenken en opzetten.’

Lemaître valt hem bij: ‘Er gebeurt veel in de private markten. Ook op het gebied van tooling en meetinstrumenten. Tot een paar jaar geleden waren die vrijwel alleen beschikbaar voor de publieke markten, omdat die wereldwijd het grootst zijn. Maar het verandert langzaam maar zeker. Omdat iedereen begrijpt dat we in private markten wereldwijd meetbare en sterke impact kunnen maken.’

Daarmee sluit Leseman de paneldiscussie af. Hij concludeert dat de discussie duidelijk heeft gemaakt dat private assets over een andere as impact maken en bijdragen aan de net zero-doelstellingen van verzekeraars. ■

IN HET KORT

Verzekeringsmaatschappijen kunnen net zero bereiken door meer invloed uit te oefenen bij private assets en meer aan impactbeleggen te doen.

Naast risico en rendement moet ook impact worden meegenomen in beleggingsbeslissingen. Externaliteiten zijn immers vaak niet te beprizen.

Hoewel er meer moet gebeuren om net zero te bereiken, is alleen investeren in impact geen optie. Alle bedrijven moeten erbij worden betrokken.

Private markten zijn volop in beweging en maken wereldwijd meetbare en sterke impact.

Alles valt op zijn plaats voor investment grade-bedrijfsobligaties

De renteverlaging die de Federal Reserve in september doorvoerde, markeerde de start van een nieuwe rentecyclus. Die vormt de aanleiding om te kijken naar de mogelijkheden van investment grade-bedrijfsobligaties, waarvan de waardering aantrekkelijker is dan die lijkt.

Door Michiel Pekelharing

De flinke stijging van de rente kwam met name in 2022 hard aan op de obligatiemarkten. Inmiddels is die tegenwind omgeslagen in een wind in de rug. Daarvan profiteren ook wereldwijde investment grade-bedrijfsobligaties. Voor deze beleggingscategorie lijkt alles op zijn plaats te vallen. Jeremy Cunningham, Investment Director bij Capital Group, vertelde na de Amerikaanse renteverlaging in september, de eerste in vier jaar, wat beleggers mogen verwachten van investment grade-obligaties en hoe ze zich het beste kunnen positioneren.

Wat betekent de start van een nieuwe rentecyclus voor obligatiemarkten?

‘Er is nu eindelijk meer duidelijkheid gekomen over het toekomstige rentebeleid. Het zat er natuurlijk al heel lang aan te komen dat de beleidsrente in de Verenigde Staten omlaag zou gaan, maar nu die beweging ook echt is ingezet, gaat het er vooral om hoe snel de rente gaat dalen en tot welk niveau deze terugvalt.

Voor obligatiemarkten is het een goed teken dat de Fed de rente verlaagt, omdat de inflatie overduidelijk de goede kant op beweegt. Dat gebeurt overigens in veel meer landen. De Amerikaanse centrale bank lijkt zich niet echt zorgen te maken over de economie of de arbeidsmarkt. Omdat koersen op de obligatiemarkten in tegengestelde richting bewegen van de rente, is door de start van een nieuwe rentecyclus een sterke rugwind opgestoken. De aanvangsrendementen zijn momenteel behoorlijk aantrekkelijk. Op het eerste gezicht ligt de rentevergoeding ongeveer op hetzelfde niveau als twaalf maanden geleden. Maar je moet niet vergeten dat de inflatie in de tussenliggende tijd sterk gedaald is. Het reële rendement ligt dus een stuk hoger. Beleggers moeten nu niet in de val lopen om te lang vast te houden aan een grote kaspositie. De omslag in het rentebeleid van centrale banken betekent namelijk ook dat de spaarrente gaat dalen. In plaats daarvan bieden investment grade-bedrijfsleningen momenteel een rendement van 6%. Het beleggingssegment profiteert juist van een dalende beleidsrente, terwijl de wereldeconomie redelijk goed op stoom lijkt te blijven.’

Is er een reden waarom u specifiek bedrijfsobligaties noemt? Profiteren staatsobligaties ook niet van dezelfde rugwind wat betreft de rente?

‘Dat klopt. Maar bedrijfsobligaties hebben meer te bieden dan alleen een gunstig renteklimaat. Binnen dit segment verdien je een premie, de spread, omdat je wat meer kredietrisico neemt in vergelijking met staatsobligaties. Op deze wijze heb je twee motoren om een mooi rendement te behalen. Het aanvangsrendement bedraagt circa 6% en de gemiddelde resterende looptijd, oftewel de duration, is zes jaar. De rentegevoeligheid neemt toe naarmate die duration langer is. Bedrijfsobligaties kunnen dus behoorlijk profiteren van de daling van de beleidsrentes die zich heeft ingezet. Overigens was de duration vijf jaar geleden nog 7 jaar, maar indertijd was het aanvangsrendement slechts 3%. Toen was de beleggingscategorie een stuk minder populair, aangezien de rente toen eigenlijk alleen maar omhoog leek te kunnen gaan.’

‘Steeds meer ondernemingen klimmen qua kredietwaardigheid op uit het junk bond-segment.’

‘Wij kijken vooral naar financieel gezonde ondernemingen in sectoren waarbinnen de schuldenlast wordt afgebouwd, zoals farmacie- en nutsbedrijven en Europese banken.’



CV

Jeremy Cunningham

Jeremy Cunningham is Investment Director bij Capital Group. Hij heeft 37 jaar ervaring in de sector en werkt al acht jaar bij Capital Group.

Voor zijn overstap werkte Cunningham als Hoofd van EMEA Fixed Income Business Development bij Alliance Bernstein en als Hoofd Productmanagement bij Schroders. Eerder in zijn carrière was hij Portfolio-manager Fixed Income bij Invesco, J.P. Morgan Fleming en Merrill Lynch.

dat de huidige waardering heel dicht bij het historisch gemiddelde ligt. Onze studie leverde bovendien nog een ander interessant inzicht op. Wanneer spreads op het huidige niveau stonden, was in de afgelopen dertig jaar het rendement van investment grade-bedrijfsobligaties in 96% van de gevallen positief.’

Bedrijven hebben dit jaar wereldwijd voor bijna een recordbedrag aan investment grade-obligaties uitgeschreven. Wat gaat er schuil achter dat record?

‘De hoge uitgifte geeft vooral aan dat er een enorme vraag is naar dit soort obligaties. Dat komt deels doordat institutionele beleggers al zien aankomen dat hun cashpositie beduidend minder oplevert als de spaarrente gaat dalen. Ze willen hun rendement op peil houden zonder dat het risicoprofiel duidelijk oploopt. Dan ligt een overstap naar investment grade-obligaties voor de hand. Een tweede factor achter de hoge vraag naar dit soort leningen is dat er veel meer verzekerings- en beleggingsproducten met een annuïteiten-element verkocht worden. Door de rentestijging van de afgelopen jaren is het voor consumenten weer een stuk aantrekkelijker om dit soort producten aan te schaffen. De aanbieders van dit soort producten kopen investment grade-obligaties als >

De spreads van investment grade bonds liggen echter duidelijk lager dan het historisch gemiddelde. Waarom zouden bedrijfsleningen dan toch aantrekkelijk gewaardeerd zijn?

‘In de beleggingswereld is het gebruikelijk om allerlei kerngetallen te vergelijken met langjarige gemiddelden. Je moet je natuurlijk altijd wel afvragen of de onderliggende marktverhoudingen nog steeds hetzelfde zijn. Beleggers in emerging markets debt besteden bijvoorbeeld nauwelijks aandacht aan historische gemiddelden omdat de marktstructuur tijdens de afgelopen decennia enorm veranderd is. Opkomende landen hebben een enorme groei doorgemaakt en de financiële sector is vaak een stuk volwassener. Op de markt voor investment grade-obligaties springen de veranderingen wat minder in het oog. Maar als je onder de golven van de marktcyclus kijkt, zie je dat er onder de oppervlakte wel degelijk allerlei zaken zijn veranderd. Bedrijven zijn per saldo minder zwaar gefinancierd dan het gemiddelde van de afgelopen decennia. Daar komt bij dat ondernemingen na de grote financiële crisis van 2008 obligaties hebben uitgegeven met een steeds langere looptijd, om zo te profiteren van de zeer lage rentestanden. Om echt een goed beeld te krijgen van hoe de huidige markt zich verhoudt tot het historische gemiddelde, hebben we in kaart gebracht wat voor Amerikaanse BBB-bedrijfsobligaties de spread is per eenheid duration. Als je zo door alle schommelingen in duration, gemiddelde kredietwaardigheid en andere factoren heen kijkt naar wat er echt onder de motorkap gebeurt, zie je

onderdeel van de asset mix waarmee ze aan hun toekomstige verplichtingen kunnen voldoen. Ook speelt mee dat de dekkingsgraad van veel pensioenfondsen de afgelopen jaren is verbeterd. Hierdoor krijgen ze de ruimte om wat risico af te bouwen binnen de beleggingsportefeuille. Dat gebeurt onder meer door de aandelenpositie iets af te bouwen, waarbij het vrijkomende vermogen onder meer belegd wordt in investment grade-obligaties. Het is bovendien gebruikelijk om rente-inkomsten uit obligaties te herbeleggen. Door de gestegen rente wordt dit een steeds grotere aanjager van de vraag naar deze obligaties. En ten slotte speelt ook het zogeheten pull to par-effect een rol. Het grootste deel van de markt voor investment grade-bedrijfsobligaties noteert momenteel onder de nominale waarde. Naarmate de aflossingsdatum dichterbij komt, zal de koers steeds meer richting die nominale waarde bewegen. Hierdoor krijgen de koersen ook een duwtje in de rug. Bedrijven maken maar wat graag gebruik van de gunstige marktomstandigheden door meer obligaties uit te schrijven. De komende tijd gaat duidelijk worden of ze zo een oorlogskas opbouwen voor fusies en overnames, of dat ze alvast kapitaal ophalen voor het aflossen van leningen die de komende jaren aflopen.'

Door de opkomst van private debt en andere financieringsvormen krijgen bedrijven steeds meer mogelijkheden om vreemd vermogen aan te trekken. Is daarvan iets te merken in het schuldniveau van het bedrijfsleven en gaat die trend ten koste van mogelijkheden bij investment grade-bedrijfsobligaties?

'Voorlopig tekent zich niet een duidelijke stijging van de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen af. Het is ook een goed teken dat de rentedekking relatief sterk is. Die maatstaf geeft weer hoeveel moeite het kost om aan de renteverplichtingen te voldoen. Ik maak me dan ook geen zorgen over het schuldniveau van het bedrijfsleven. Ook zie ik private debt niet als een concurrent voor investment grade-bedrijfsobligaties. Private debt heeft een heel ander karakter en er zijn vaak specifieke convenanten afgesproken met kredietverstrekkers. Een interessante ontwikkeling binnen onze

'De renterugwind kan helpen om het effect te compenseren van bedrijven die door een zwakke economie in de problemen komen met het betalen van rente en aflossingen.'

markt is dat er steeds meer ondernemingen qua kredietwaardigheid opklimmen uit het junk bond-segment. Door al die zogeheten rising stars ontstaan er heel mooie mogelijkheden voor actieve beleggers. Vooral bij ondernemingen die een afwijkende rating krijgen van verschillende kredietbeoordelaars, ligt er veel ruimte om het verschil te maken voor beleggers die bereid zijn om hun huiswerk te doen.'

Hoe kiezen jullie momenteel positie op de markt van investment grade-bedrijfsobligaties?

'De voorkeur gaat uit naar obligaties in het lagere risicosegment. We zijn namelijk al een flink eind op weg in de economisch cyclus. In de huidige fase wil je liever niet al te veel risico nemen. Het beleggingsuniversum bestaat uit obligaties van duizenden bedrijven uit allerlei sectoren en landen. Wij kijken vooral naar financieel gezonde ondernemingen in sectoren waarbinnen de schuldenlast wordt afgebouwd, zoals farmacie- en nutsbedrijven en Europese banken. Zo houden we het kredietrisico goed in de hand. Aan de andere kant is het durationrisico natuurlijk ook van groot belang voor het toekomstige rendement. De rentegevoeligheid van onze portefeuille biedt bovendien een bescherming voor een scenario waarin de economische groei toch snel afkoelt. In dat geval zullen centrale banken de beleidsrente nog sneller verlagen dan waar het nu naar uit ziet. De renterugwind kan helpen om het effect te compenseren van bedrijven die door een zwakke economie in de problemen komen met het betalen van rente en aflossingen. Daar ziet het echter helemaal niet naar uit. Investment grade-bedrijfsobligaties hebben voorlopig in heel veel opzichten de wind stevig in de rug.' ■

IN HET KORT

De obligatiemarkt profiteert van de ingezette daling van de beleidsrente.

De huidige waardering van investment grade-obligaties ligt heel dicht bij het historisch gemiddelde.

Bedrijven maken graag gebruik van de gunstige marktomstandigheden door meer obligaties uit te schrijven.

De zogeheten rising stars bieden heel mooie mogelijkheden voor actieve beleggers.

De voorkeur gaat uit naar obligaties in het lagere risicosegment.

Het opsplitsen van bedrijven

Veel techbedrijven hebben een natuurlijk monopolie. Daarom zien toezichthouders het opsplitsen van zo'n bedrijf als mogelijke oplossing. De ervaring leert dat dit goed is voor de zittende aandeelhouder.

Een monopolie bij techbedrijven is vaak het gevolg van het fenomeen disruptieve innovatie. Zo'n innovatie verstoort de hele markt, omdat het geleverde product een waarde biedt dat geen ander product of technologie heeft, vaak ook nog eens in combinatie met lagere kosten en meer gemak voor de eindgebruiker. Voor toezichthouders die waken voor te veel marktmacht is het lastig om zo'n bedrijf aan te pakken. Ze leveren immers een product dat goedkoper en beter is dan de concurrentie. Toch hebben dergelijke monopolies sterk de neiging om te voorkomen dat er nieuwe toetreders bijkomen. Dit doen ze door bijvoorbeeld voortdurend zelf te innoveren, maar ook door specifiek kleinere bedrijven met de juiste kennis over te nemen. In de afgelopen jaren zijn er verschillende maatregelen getroffen om de macht van de grote techbedrijven te doorbreken. Vaak zonder veel resultaat, want de ontwikkeling van de technologie gaat nu eenmaal sneller dan een zorgvuldig juridisch proces bij de overheid. Daarom dreigt men nu over te gaan tot de volgende stap: het opsplitsen van bedrijven.

Het is niet voor het eerst dat bedrijven door toezichthouders worden opgesplitst. In 1911 werd Standard Oil, het bedrijf van John D. Rockefeller, opgesplitst. Standard Oil had tot 1911 een nagenoeg monopolie op de Amerikaanse oliemarkt, maar werd opgesplitst in maar liefst 34 bedrijven. Bij de ontmanteling had Rockefeller een kwart van alle aandelen van deze bedrijven in bezit. Door de opsplitsing verdubbelde de waarde van deze bedrijven snel, waardoor

Rockefeller de rijkste man ter wereld werd. Veel van deze 34 bedrijven zijn door fusies en overnames later weer samengevoegd. Denk aan ExxonMobil, ConocoPhillips en Chevron. Andere onderdelen kwam terecht bij BP en Shell.

In 1983 werd AT&T opgesplitst. Dit bedrijf was ontstaan uit The Bell Company en gedurende 100 jaar was AT&T een monopolie. Er werkten toen meer dan een miljoen mensen bij het bedrijf. Het bedrijf werd opgesplitst in Ma Bell (het huidige AT&T) en de regionale Baby Bells. Ook hier volgden na de opsplitsing verschillende fusies en overnames. Niet alleen consumenten profiteerden van de opsplitsing, maar ook aandeelhouders profiteerden van wat achteraf bekend staat al de meest succesvolle spin-offs ooit.

Nu fungeert het opsplitsen van Ma Bell als een blauwdruk voor de opsplitsing van bijvoorbeeld Google. Waar AT&T een monopolie had op telecomgebied, heeft Google volgens de toezichthouder een monopolie op het gebied van zoekmachines. Ironisch genoeg heet de rechter die over de zaak gaat Amit Mehta, niet te verwarren met Meta, de moeder van Facebook en Instagram. De opsplitsing moet dit keer worden gerealiseerd door de Chrome Browser, de Play app store en het Android OS af te splitsen. Daardoor zou Google haar voorsprong op concurrenten verliezen. Of dat lukt is nog maar de vraag. Google beschikt over veel privacygevoelige gegevens en die mogen niet gedeeld worden met de concurrentie. Het zijn wel gegevens waarmee Google een voorsprong kan krijgen op het gebied van kunstmatige intelligentie. Verder zullen de Amerikanen niet hun tech-iconen laten vallen zodat de Chinezen het roer kunnen overnemen. Aandeelhouders zien de waarderealizatie van de som-der-delen wel zitten. Lang leve de vrije markt. ■



Door **Han Dieperink**, geschreven op persoonlijke titel

Benefits of autocratic risk mitigation

This article examines the impact of authoritarian regimes on portfolio performance, identifies an ‘autocracy risk factor’, and proposes to mitigate exposure to this risk factor for enhanced risk-adjusted returns.

By Yves Choueifaty, Tristan Froidure and Axel Cabrol

Recent analyses by authoritative sources such as the V-Dem Institute and Freedom House consistently show that democracy has been in retreat for almost two decades. The V-Dem Institute notably asserts that ‘the level of democracy enjoyed by the average global citizen in 2022 has regressed to levels last seen in 1986’, prior to the dissolution of the Soviet Union. As a result, a significant portion of the global population now lives under autocratic regimes.

Autocracies do not generate long-term value

Why should this trend concern investors? Evidence strongly suggests that, unlike democracies, which tend to foster economic growth, autocracies are generally detrimental to both business and economic environments. This relationship is supported for instance by the seminal work¹ of Acemoglu et al. (2019).

In his widely cited 2005 paper, ‘The Limits of Financial Globalization’, René

Stulz² challenged the notion of ‘country irrelevance’ – the idea that ‘asset prices, portfolios, and firm financial policies are independent of national borders.’ Through rigorous empirical analysis, he showed that this theory does not hold up, particularly in autocratic regimes. In these environments, for example, weaker property rights and the influence of corporate or government insiders increase the costs and risks for foreign investors, even in the absence of formal capital controls.

Divesting from autocracies is not enough

In addition, Lin et al. (2019)³ show that US multinationals experience a significant decline in value when property rights deteriorate in countries where they have significant operations.

This has two important implications. First, we can observe how US investments are affected by autocratic rules affecting property rights. Second, simply divesting from companies listed in these autocratic countries is insufficient to

protect a portfolio from adverse changes originating from autocracies. Indeed, it is crucial to assess and actively manage the indirect exposure to autocratic regimes of firms listed in democratic countries in order to mitigate any type of risk arising from these regimes.

A striking example is that following Ukraine’s invasion, foreign investments in companies listed in Russia were marked down to zero. These losses could have been prevented by avoiding direct exposure to autocratic countries.

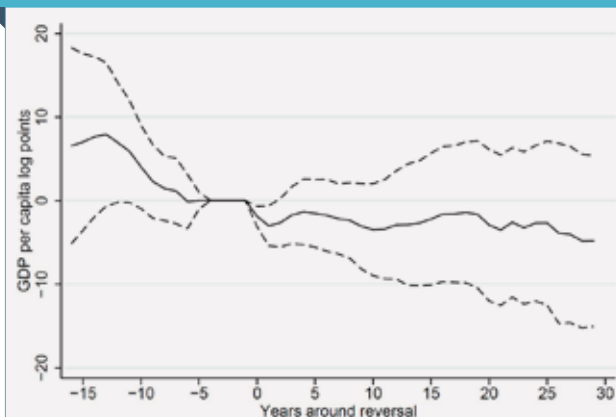
This is not the whole story. According to Yale University CELI⁴, over a thousand companies listed outside of Russia have curtailed operations there after the invasion. Their estimated contribution to Russia’s GDP was \$ 600 billion. Assuming a very conservative valuation of one time revenue plus capex, and an optimistic mark-down of 50%⁵, leads to \$ 300 billion in investment losses – exceeding the overall value of western investors’ holdings in listed Russian stocks.

While Russia has been excluded from Global Emerging Market Indices, China is currently a country of significant concern to investors. This is evidenced by the recent interest generated by the EM ex-China and World ex-China benchmarks.

Since we can observe how democratic firms are affected by autocratic countries using the wealth of data available, quantitative techniques allow us to measure the impact of autocracies on each corporation listed in democratic countries. This leads in turn to determine the authoritarian exposure (AE) of each democratic firm, while identifying a corresponding autocracy risk factor in the process.

Our research has shown that a subset of firms listed in developed markets exhibit significant exposure to authoritarian regime countries, even if ‘indirect’ by nature. Given the rise in autocracies’ economic influence, this issue has become too significant to be ignored by investors worldwide.

FIGURE 1: GDP AROUND A REVERSAL



Source: Acemoglu et al. (2019) The solid line plots the estimated average effect on GDP per capita on countries that experienced a reversal (years 0) from democracy. The dashed lines represent the 95 percent confidence interval.

To simply illustrate the impact of autocratic exposures on listed equities from developed countries, we constructed quintile portfolios of stocks ranked according to their AE and investigated their performances over the last ten years.

Key Findings

This analysis of world developed firms yields three critical insights:

1. Risk reduction with performance enhancement: Divesting from the top 20% of stocks with the highest autocratic exposure would have improved performance while reducing overall portfolio risk, as measured by realized volatility. Notably, the Sharpe ratios of the quintile portfolios decrease from 0.5 for the first quintile (Q1) to 0.05 for the last quintile (Q5) as authoritarian exposure increases and is associated with lower returns.

2. Authoritarian risk reduction comes with discarding junk stocks: The table regression coefficients of each AE quantile portfolio show that the highly significant and negative exposure to quality stocks of Q5 decreases significantly with a reduction in authoritarian risk. This indicates that reducing authoritarian exposure is also associated with less exposure to junk stocks.

3. Independent authoritarian risk factor with negative risk premium: The low R² values from the regressions suggest the existence of a risk factor tied to the reduction of authoritarian risk, independent of other factors. Portfolio Q5 hedged with Q1 provides a simple authoritarian factor proxy, whose large negative unexplained performance points to the presence of a negative premium.

Overall, our findings suggest that investors can construct portfolios with

low exposure to authoritarian regimes without compromising their potential to capture long-term risk premia. Quite the opposite. In fact, such portfolios may enhance risk-adjusted returns by avoiding the negatively rewarded ‘autocratic risk factor’ and while discarding stocks with ‘junk’ characteristics.

Conclusion

In summary, shielding investors from indirect exposure to the authoritarian risk factor has led to better outcomes, while arguably providing better protection against economic shocks triggered by geopolitical instability. Investors can proactively safeguard themselves against the economic costs imposed by autocratic regimes. ■

- 1 Acemoglu, Naidu, Restrepo and Robinson, 2019. Democracy does cause growth. Journal of political economy.
- 2 René Stulz is a respected figure in the field of finance and the holder of the Everett D. Reese Chair of Banking and Monetary Economics at Ohio State University.
- 3 Lin, Mihov, Sanz and Stoyanova, 2019. Property rights institutions, foreign investment, and the valuation of multinational firms. Journal of Financial Economics.
- 4 <https://www.yalerussianbusinessretreat.com/>
- 5 Renault had to sell its 68% stake in Russia's biggest carmaker for 100 kopecks.



Yves Choueifaty

President and CIO, TOBAM



Tristan Froidure

Head of Research, TOBAM



Axel Cabrol

Co-Deputy CIO, TOBAM

FIGURE 2: PERFORMANCE & EXPOSURES ACROSS AE SORTED QUINTILE PORTFOLIOS

Performances	Q1: lowest AE	Q2	Q3	Q4	Q5: highest AE	Q5-Q1
Annualized return	8.9%	6.6%	3.4%	1.7%	1.2%	-6.9%
Vol	17.4%	18.0%	19.4%	21.4%	22.6%	13.5%
Sharpe ratio	0.51	0.37	0.18	0.08	0.05	-0.51
Excess return regression coefficients						
Market	+1%	+5%	+10%*	+14%*	+15%*	+13%*
SMB	-29%*	-21%*	-11%	-5%	+6%	+35%*
HML	-14%*	+6%	+11%*	+14%*	+19%*	+33%*
UMD	+9%*	+8%	+8.3%	+5%	+7%	-1.7%
QMJ	+9%	-5%	-20%*	-38%*	-51%*	-60%*
BAB	-6%	-2%	1%	-2%	-17%*	-11%
R ²	14%	5%	10%	18%	26%	35%

Source: TOBAM, Bloomberg, AQR.

Stocks within the Bloomberg World Developed Index were ranked every month according to their AE. We then constructed quintile portfolios of AE-sorted stocks, weighted by market capitalization. Portfolios were controlled each month for their past one-year volatility and rebalanced so that they were fully invested on average from April 2014 to April 2024. Regression Coefficients are shown in % to improve readability. Factors Size (SMB), Value (HML), Momentum (UMD), Quality (QMJ) and Betting against Beta (BAB) are those of AQR's Global universe, and the associated Risk-Free rate has been used to compute Sharpe Ratios. * Indicates that the estimated coefficient is different from zero with a probability of 99%.

Toekomst vraagt om holistische kijk op beleggingsportefeuille

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Tijdens de Ronde Tafel van Financial Investigator over Sustainable Credits & Climate Transition Credits bespraken zes experts onder andere de rol van gelabelde en ongelabelde obligaties en hun impact op de energietransitie. Bovendien werd duidelijk dat de economie diepgaand zal moeten veranderen. Om dit te bereiken, zullen beleggers oog moeten hebben voor veel meer dan alleen 'groene' bedrijven.

Tijdens het rondetafelgesprek 'with a view' op de zeventiende verdieping van het Fletcher Hotel in Amsterdam, startte voorzitter Harry Geels de discussie met de vraag naar een duidelijke definitie van duurzame obligaties. Volgens Petra Stassen ontbreekt een precieze definitie. 'En dat is ook meteen de grootste uitdaging,' merkte ze op. Jessica Zarzycki voegde daaraan toe dat een duurzame obligatie voor haar directe opbrengsten oplevert en meetbare milieu- of sociale resultaten. 'Wij richten ons op financieel rendement en meetbare impactresultaten. Onze klanten willen investeren in projecten die direct bijdragen aan duurzaamheidsdoelen.'

Voor Sarah Peasey is het bereiken van de netto-nul doelstellingen nadrukkelijk niet alleen afhankelijk van groene obligaties. De gelabelde obligatiemarkt is slechts een klein deel van de bredere vastrentende markt. 'Het zullen de niet-gelabelde obligaties zijn die ons naar netto nul brengen,' aldus Peasey. Zarzycki voegde eraan toe dat de markt moet nadenken over hoe kapitaal kan worden gericht op sectoren die essentiële materialen leveren voor de energietransitie, zoals mijnbouw. 'We hebben operationele efficiëntie nodig en daar is kapitaal voor nodig. De rol van de groene obligatiemarkt is om dat kapitaal te verschaffen.'

'Super' green bond

De discussie verschoof vervolgens naar de vraag of klimaattransitie-obligaties een aparte categorie zijn. Zarzycki merkte op dat ze in een klimaatobligatie heeft geïnves-

teerd, maar dat het concept nog niet breed wordt omarmd. De meeste onderliggende projecten blijven groene projecten, wat het onderscheid tussen groene en klimaattransitie-obligaties moeilijk maakt. Viktor Stunnenberg suggereerde dat een 'super-groene obligatie' een instrument zou kunnen zijn dat ambitieuze impactdoelstellingen nastreeft en een krachtig hulpmiddel is voor industrieën die een transitie moeten doormaken, maar die momenteel nog geen alternatieven hebben voor groene projecten.

Nicolas Racaud schetste een breder perspectief en benadrukte de noodzaak om de markt voor duurzame obligaties te laten groeien en zich niet te beperken tot groene obligaties. 'We richten ons op verschillende SDG-afstemmingen binnen ons groene obligatiefonds. Maar we zien ook kansen in andere sociale en duurzame obligaties.' Racaud benadrukte daarbij dat, ondanks de beperkte omvang van bepaalde marktsegmenten, een pragmatische aanpak nodig is om kapitaal efficiënt te sturen. 'Als verantwoordelijke belegger ondersteunen we nieuwe marktontwikkelingen en nieuwe specifieke instrumenten. We zijn voorstander van de integratie en de democratisering ervan om diversificatie te helpen bereiken.'

Groen, blauw en oranje

Aangaande het belang van labels vroeg Geels of labels zoals groen, blauw en oranje meer marketing zijn dan dat ze daadwerkelijk waarde toevoegen. Zarzycki stelde dat labels nuttig kunnen zijn om snel een categorie te identificeren. Zij wees erop dat de diversiteit binnen deze categorieën weliswaar toeneemt, maar beperkt blijft. Stassen erkende dat. Hoewel labels soms kunnen worden gezien als een marketingtruc, hebben ze volgens haar wel geholpen om bepaalde kwesties op de agenda te zetten die anders over het hoofd zouden zijn gezien. Jaap Hoek sloot het debat af door te benadrukken dat het belangrijk is dat beleggers niet verdwalen in het woud van keurmerken en zich richten op de werkelijke impact van hun beleggingen. 'Kijk naar de SDG's, kijk naar het rendement, en bouw een portefeuille die daadwerkelijk bijdraagt aan de duurzame transitie,' was het advies van Hoek.

Terugkijkend benadrukte Zarzycki dat financiële prestaties essentieel blijven voor >

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Viktor Stunnenberg,
Achmea Investment Management
Petra Stassen,
AF Advisors
Sarah Peasey,
Neuberger Berman
Jaap Hoek,
Russell Investments
Jessica Zarzycki,
Nuveen
Nicolas Racaud,
Rothschild & Co Asset Management



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus en adjunct-hoofdredacteur van Financial Investigator. Hij is verder auteur van onder andere drie boeken over beleggen. Hij studeerde Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



Jaap
Hoek

Jaap Hoek is sinds 2020 in dienst bij Russell Investments en is daar nu Directeur Investment Strategy & Solutions voor Noord-Europa. In deze functie is hij verantwoordelijk voor de samenwerking met de fiduciaire klanten bij het ontwikkelen en implementeren van beleggingsoplossingen. Eerder was hij onder meer werkzaam voor Robeco, waar hij verantwoordelijk was voor strategisch advies aan de fiduciaire klanten.



Sarah
Peasey

Sarah Peasey is Head of Europe ESG Investing bij Neuberger Berman, waar ze in 2021 kwam werken. Eerder was ze onder andere Head of Responsible Investment Strategy Investments bij Legal & General Investment Management. Peasey heeft Bedrijfsmanagement gestudeerd aan de Universiteit van East Anglia.



Nicolas
Racaud

Nicolas Racaud begon zijn carrière in 1999 als institutional sales-vertegenwoordiger bij Martin Maurel Gestion. In 2004 nam hij daar het beheer van de obligatiefondsen over. In 2017 trad Racaud als Fixed Income Portfoliomanager toe tot Rothschild & Co Asset Management. Racaud heeft een MSc in Asset Management behaald aan de Universiteit Paris Dauphine-PSL in 2003.

het mobiliseren van kapitaal in de duurzame obligatiemarkten. ‘Het gaat om het behalen van duurzaamheidsdoelen, maar we moeten er ook voor zorgen dat de financiële prestaties op peil blijven om meer investeerders aan te trekken. Meer soorten emittenten en een grotere diversificatie van projecten met een groen, blauw of oranje label zullen ons in staat stellen om positieve impact en rendementen te realiseren.’

Focus op de emittent

Vervolgens wilde Geels weten hoe regulering de risico-rendementsverhouding in de groene obligatiemarkt beïnvloedt. De deelnemers benadrukten dat, naast duurzaamheid, financiële prestaties essentieel blijven voor beleggers. Zarzycki stelde dat zelfs bij duurzame obligaties de fundamentele kredietwaardigheid van de emittent centraal moet staan. ‘Je moet geen rendement opofferen om in deze structuren te investeren. Op de lange termijn kan dat de markt juist belemmeren.’ Stunnenberg wees erop dat het risico-rendementsprofiel van groene obligaties doorgaans vergelijkbaar is met dat van reguliere obligaties, maar dat er uitzonderingen zijn. ‘De real estate-sector was anderhalf jaar geleden oververtegenwoordigd in de groene obligatiemarkt, waardoor het rendement hoger lag dan in de reguliere markt.’

Peasey merkte op dat de markt voor gelabelde obligaties weliswaar snel is gegroeid, maar dat deze in vergelijking met de bredere vastrentende markt klein is. ‘Gelabelde obligaties maken slechts circa 5% van de totale schuldmarkt uit, en binnen die uitgifte is er nog steeds een gebrek aan diversificatie. Slechts 7% van de totale gelabelde obligatiemarkt heeft betrekking op CO₂-intensieve sectoren, en zelfs dan is dit voornamelijk geconcentreerd in elektrische nutsbedrijven en de auto-industrie, waar de energietransitie al behoorlijk gevorderd is. Dit betekent dat het grootste deel van de leningen die zullen worden uitgegeven in

‘Het zullen de niet-gelabelde obligaties zijn die ons naar netto nul brengen.’



Petra
Stassen

Petra Stassen is Director bij AF Advisors en richt zich op duurzaam beleggen. Ze begon in 2003 bij het Agentschap van het ministerie van Financiën en werkte vervolgens bij Goldman Sachs Asset Management (voorheen NNIP) als Fixed Income Trader en Client Portfolio Manager. De laatste 10 jaar lag haar focus op duurzaam beleggen, onder meer als Hoofd ESG Integratie & Regulering.



Viktor
Stunnenberg

Viktor Stunnenberg is sinds 2015 werkzaam bij Achmea Investment Management en is daar Lead Portfolio Manager Green Bonds. Hiervoor heeft hij gewerkt als Portfolio Manager Fixed Income bij Invest en Pensioenfonds Hoogovens. Stunnenberg heeft Economie en Financieel Recht gestudeerd aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam. In 2010 heeft hij de VBA-opleiding voltooid aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.



Jessica
Zarzycki

Jessica Zarzycki is een Lead Portfolio Manager bij Nuveen's global fixed income platform en lid van het ESG/Impact (fixed income) strategy team, dat zich onder meer richt op Global Core Impact, Core Impact Bonds, Green Bonds, Emerging Markets Impact Bonds en Short Duration Impact Bonds. Zij neemt vaak deel aan panels en is spreker over ESG and Impact. Zij was ook lid van de ICMA Advisory Board.

CO₂-intensieve sectoren waarschijnlijk ongelabeld blijven. Dit is een enorme kans voor niet-gelabelde obligaties,' aldus Peasey.

Vervolgens uitte ze haar bezorgdheid over de introductie van de Green Bond Standards van de EU, die sommige bedrijven kunnen ontmoedigen om groene obligaties uit te geven. Hoewel de standaarden vrijwillige openbaarmakingsvereisten betreffen, stellen ze hogere verwachtingen aan bedrijven bij de uitgifte van groene obligaties door het gebruik van de opbrengst te koppelen aan toegewezen projecten die zijn afgestemd op de EU Taxonomie. Hierdoor zou de uitgifte van groene obligaties kunnen dalen. Racaud sloot zich hierbij aan en benadrukte dat de huidige premies voor groene obligaties nog steeds onvoldoende zijn om bedrijven te compenseren voor de kosten en beperkingen van de nieuwe regelgeving. 'Hoewel we ons moeten realiseren dat de markt nog steeds in ontwikkeling is en zich in de loop van de tijd zal aanpassen,' voegde hij eraan toe.

Te strikte naleving raakt mogelijk rendement

Hoek benadrukte dat een te streng beleid kan leiden tot ongewenste uitsluitingen binnen de markt. 'De Parijse benchmark sluit bedrijven uit die we juist nodig hebben voor de transitie, zoals mijnbouw- en oliebedrijven. We moeten ons afvragen of deze beperking effectief is.' Hoek bepleitte een bredere kijk op de markt, waarbij transitieobligaties ook een rol spelen in het verduurzamen van 'bruine' industrieën. 'Maar ga ook niet voorbij aan de complexiteit van de EU Taxonomie en hoe moeilijk het is voor obligatiefondsen om aan alle eisen te voldoen,' merkte Stassen op. 'Het is bijna onmogelijk om een fonds 100% op de EU af te stemmen. We moeten klanten beter uitleggen dat dit niet de enige maatstaf voor duurzaamheid is,' meent Stassen. Daar voegde Stunnenberg nog aan toe dat een strikte naleving van deze normen zelfs kan leiden tot minder diversificatie in de markt, wat uiteindelijk ook het rendement van beleggers negatief kan beïnvloeden.

'Diversificatie in de markt vormt sowieso al een uitdaging en nieuwe regelgeving dreigt dit alleen nog maar moeilijker te maken,' vervolgde Stunnenberg. 'Als je kijkt naar het risicoprofiel van groene obligaties, moet je er rekening mee houden dat som-

'Een grotere diversificatie van projecten met een groen, blauw of oranje label zal ons in staat stellen om positieve impact en rendementen te realiseren.'

mige sectoren ondervertegenwoordigd zijn. Dit kan leiden tot een vertekend beeld van het werkelijke risico,' waarschuwde hij. Peasey waarschuwde ook, en wel voor de gevolgen van de nieuwe ESMA-regels voor naamgeving. Hierdoor zouden fondsen die een verwijzing maken naar groene obligaties in hun naamgevingsconventie gedwongen kunnen worden om de Paris-Aligned Benchmark-uitsluitingen toe te passen en exposure naar groene obligaties uitgegeven door CO₂-intensieve bedrijven te verwijderen. Racaud wees erop dat de ICMA Principles een vrijwillig kader bieden voor groene obligaties wereldwijd, maar dat strengere EU-regelgeving deze aanpak zou kunnen ondermijnen. 'De markt heeft duidelijke richtlijnen nodig. Nieuwe regelgeving moet streng zijn en voordelen bieden, zoals een hogere premie, die nu beperkt is,' legde hij uit.

Flexibele en pragmatische benadering belangrijk

Zarzycki waarschuwde dat, met de introductie van de Green Bond Standards van de EU in 2025, veel bedrijven moeite zullen hebben aan de nieuwe standaarden te voldoen. Dit kan volgens haar leiden tot een tweedeling in de markt, waarbij een klein aantal bedrijven blijft voldoen aan de strenge normen, terwijl de markt die nodig is voor de overgang, achterblijft.' Stassen suggereerde dat de EU Taxonomie ondanks de uitdagingen nog steeds waardevol kan zijn. 'Het is goed om duidelijke kaders te hebben, maar het mag de markt niet beperken. We moeten flexibel blijven en openstaan voor verschillende benaderingen van duurzaamheid,' zei Stassen. Hoek sloot zich hierbij aan en benadrukte dat institutionele beleggers een belangrijke rol spelen bij het sturen van de markt. 'We moeten ervoor zorgen dat onze benchmarks de werkelijkheid weerspiegelen. De ICMA-principes >

bieden genoeg ruimte voor duurzame beleggingen, maar we moeten ons afvragen of er aanvullende regels nodig zijn.’

Het gesprek maakte duidelijk dat er een delicaat evenwicht is tussen regelgeving, rendement en impact. De deelnemers waren het erover eens dat de markt nog in ontwikkeling is en dat een flexibele en pragmatische aanpak belangrijk is.

KPI's voor kwantificeerbare impactmeting

Het meten en rapporteren van de impact bij groene obligaties is een cruciaal onderdeel van effectieve vergroening. Je moet immers weten waar je staat om een goede volgende stap te kunnen zetten. Stunnenberg legde uit dat, hoewel zijn collega's van het MVB-team onafhankelijk en op basis van een eigen green bond-beoordelingskader beslissen of een obligatie groen is, de volgende stap is om ook een impactscore te ontwikkelen die verder gaat dan alleen het rendement en de kredietwaardigheid. ‘Binnen deze portefeuilles gaat het om constructie. Dat is nu nog lastig te implementeren, maar het is wel een ambitie.’ Stassen stelde dat het invoeren van indicatoren en het monitoren van resultaten noodzakelijk is, maar waar schuwde voor de complexiteit ervan. ‘Als we in onze SFDR-rapporten ook moeten aangeven of we CO₂-reductiedoelen hebben gehaald, kan dat leiden tot een overtreding als we die doelen niet halen. Willen we dat echt? Of gaat het meer om het rapporteren van afstemming op de SDG's; als resultaat maar niet per se als ex-ante doel?’

Racaud legde vervolgens uit hoe zijn fonds omgaat met impactmonitoring: ‘We beginnen altijd met een raamwerk, een second party opinion en afstemming op de vrijwillige richtlijnen van ICMA. Vervolgens kijken we naar het verwachte rendement en rapporteren we de afstemming op de SDG's.’

Hij benadrukte het belang van specifieke KPI's, met een focus op hernieuwbare energie, om kwantificeerbare impact te meten. ‘Hoewel we niet altijd volledige gegevens hebben, proberen we toch de impact van ons fonds te kwantificeren’, voegde hij eraan toe.

Peasey benadert de uitdagingen van het beoordelen van gelabelde obligaties op een emittentgerichte manier. ‘Het gaat erom het bedrijf te begrijpen en vervolgens het label te beoordelen. Veel obligaties die we in het verleden zagen, hebben niet aangetoond dat ze zijn afgestemd op de algehele bedrijfsstrategie.’ Peasey vervolgde dat een kwalitatief oordeel nodig is bij het beoordelen van de algehele kwaliteit van een gelabelde obligatie, waarvoor beleggers in gesprek moeten gaan met emittenten. Er is een bereidheid, vooral onder overheden, om te luisteren naar beleggers, en doelstellingen en kaders aan te passen op basis van hun feedback, zo stelde ze.

Bij Zarzycki's organisatie staat meetbare impact centraal. Jaarlijks wordt er een impactrapportage uitgebracht. ‘Ons eerste impactrapport begon met 16 prestatie-indicatoren (KPI's) en is sindsdien geëvolueerd naar 36, wat de toegenomen diversiteit van onderliggende sociale en groene projecten in de markt weerspiegelt. Die meetbaarheid is essentieel. We willen dat emittenten hun beloften nakomen en transparant zijn over hun resultaten’, benadrukte Zarzycki. Ze merkte op dat er meerdere projecten zijn waarbij groene en sociale doelstellingen elkaar versterken in bepaalde opkomende markten, bijvoorbeeld betaalbare huisvestingsprojecten die energie-efficiëntiewinsten omvatten. Voor Racaud liggen de uitdagingen vooral in de verschillende richtlijnen. Hij benadrukte het belang van kaders en second party opinions om een gemeenschappelijke basis te hebben voor investeringen, maar erkende dat de markt zich nog ontwikkelt om deze toe te passen. Racaud wees ook op de snelgroeende Chinese markt, nu de op twee na grootste markt voor groene obligaties ter wereld. Die biedt volgens hem zeker nieuwe kansen voor duurzame investeerders.

Stunnenberg wees op het risico van greenwashing. Bedrijven zoals bijvoorbeeld Shell, geven mogelijk groene obligaties uit zonder

‘De Parijse benchmark sluit bedrijven uit die we juist nodig hebben voor de transitie, zoals mijnbouw- en oliebedrijven. We moeten ons afvragen of deze beperking effectief is.’

een duidelijke strategische verbinding met hun net zero-doelstellingen, aldus Stunnenberg. 'Shell hoeft niet met een groene obligatie naar de markt te komen, ze hebben genoeg geld in kas. We moeten nadenken over het stellen van methaandoelen en ervoor zorgen dat hier schuldconvenanten aan zijn verbonden.' Stunnenberg suggereerde dat het effectiever is bedrijven te dwingen hun bestaande kaspositie te gebruiken om verandering teweeg te brengen, in plaats van zich te richten op eenmalige groene obligatie-uitgiftes.

Niet alleen op eenmalige groene obligatie

Interessant was ook de discussie over de vraag of Schiphol als luchthaven in aanmerking komt voor groene obligaties, gezien de CO₂-intensieve industrie die het ondersteunt. Hoek was van mening dat Schiphol als groen kan worden bestempeld als het zich volledig inzet om de faciliteiten waarover het zeggenschap heeft CO₂-arm te maken. Maar de grotere vraag blijft volgens Hoek hoe echte verandering teweeg kan worden gebracht. Zarzycki beantwoordde die vraag door bedrijven aan te moedigen een substantieel bedrag te investeren in duurzame energie en niet alleen te vertrouwen op eenmalige groene obligaties. Naast de uitdagingen die bedrijven ervaren bij het doen van effectieve investeringen in hernieuwbare energie, spelen volgens haar ook verschillende wettelijke kaders over de hele wereld een belemmerende rol. Racaud wees erop dat de groene obligatieprincipes van ICMA juist voor de broodnodige uniformiteit zorgen.

Op het gebied van transparantie benadrukte Peasey het belang en de verantwoordelijkheid van bedrijven om jaarlijks te rapporteren over hun impact, met name voor gelabelde obligaties. Peasey: 'De beschikbaarheid van gegevens is verbeterd, maar er zijn nog steeds uitdagingen, vooral bij het interpreteren van KPI's en transitieplannen.' Stassen en Zarzycki benadrukten de noodzaak van accurate emissiegegevens en het gevaar van een te lineaire benadering bij het evalueren van emissies. De industrie zou moeten streven naar internationale normen voor berekeningen en transparantie. Volgens Zarzycki is het van cruciaal belang om de allocatie van kapitaal, zoals investeringen, goed te monitoren, omdat deze investe-

'Sommige sectoren zijn ondervertegenwoordigd in het risicoprofiel van groene obligaties. Dit kan leiden tot een vertekend beeld van het werkelijke risico.'

ringen de toekomstige richting van bedrijven bepalen. Hoek benadrukte dat capex en transitieplannen essentieel zijn bij de beoordeling van een bedrijf. Een bredere benadering die rekening houdt met decarbonisatieplannen en tussentijdse doelstellingen is nodig om de werkelijke impact te meten, meent Hoek.

Portfoliodiversificatie blijft onmisbaar

Betreffende portefeuillebeheer bespraken de deelnemers hoe duurzame beleggingen effectief kunnen worden geïntegreerd in brede portefeuilles. Hoek benadrukte dat het cruciaal is om de diversificatie te handhaven zonder de klimaatdoelstellingen uit het oog te verliezen. 'Je kunt niet alles in duurzame energie stoppen vanwege de manier waarop de portefeuille moet worden opgebouwd. Je moet altijd rekening houden met het klimaat, maar tegelijkertijd de diversificatie handhaven', lichtte hij toe. Belangrijk is hierbij dat het nastreven van netto nul niet ten koste mag gaan van het risicobeheer binnen de portefeuille. Stunnenberg vulde aan dat sommige sectoren geschikter zijn voor duurzame obligaties dan andere. 'De markt biedt niet in alle sectoren voldoende spreidingsmogelijkheden, zoals bijvoorbeeld bij consumentengoederen en industrieën. Voor een actieve beheerder maakt dat minder uit, maar voor een klant kan dit een beperkende factor zijn.'

Peasey benadrukte de toenemende complexiteit van portefeuillebeheer nu beleggers zich verbinden aan klimaatdoelstellingen. 'Als we geïnvesteerd willen blijven, moeten we nadenken over hoe we bedrijven anders kunnen beoordelen op basis van hun investeringen in de transitie en hoe lang het zal duren voordat de uitstoot uiteindelijk zal afnemen. Dit vereist een veel complexere beoordeling van de afstemming.' Peasey >

ziet dat het perspectief op de doelstellingen van Parijs aan het veranderen is. ‘Als investeerders moeten we nadenken over hoe we CO₂-budgetten effectiever kunnen toewijzen in wat waarschijnlijk een wanordelijke of vertraagde overgang zal zijn, aangezien het steeds onwaarschijnlijker wordt om binnen het scenario van 1,5 graden opwarming te blijven.’ Racaud voegde eraan toe dat het ondanks de uitdagingen belangrijk is om de economie diepgaand te veranderen en verder te kijken dan de ‘groene’ obligatiemittenten. ‘Wij willen alle sectoren ondersteunen bij hun overgangsproces. Door kapitaal breder in te zetten, kunnen we de essentiële impact bereiken waarop we ons richten in onze net zero-strategie.’

Model voor uitgifte blauwe staatsobligaties

Ter afsluiting van de informatieve sessie benadrukte Zarzycki het belang van innovatie en het ontwikkelen van nieuwe structuren, zoals de eerste blue sovereign bond van de Seychellen of de Amazon Reforestation bond. Haar organisatie was hoofdinvesteerder in beide deals. De obligatie van de Seychellen werd in 2018 uitgegeven om kapitaal op te halen voor het behoud en duurzaam beheer van mariene ecosystemen. Deze transactie, ontwikkeld in samenwerking met de Wereldbank, heeft als model gediend voor andere uitgiftes van blauwe obligaties. Zarzycki stelde dat dit soort betrokkenheid helpt om kapitaal te mobiliseren voor opkomende markten en dat dit soort gemengde financiering een steeds grotere rol speelt bij duurzame investeringen.

Peasey riep op tot een effectievere samenwerking binnen het obligatie-ecosysteem van beleggers, banken (debt capital markets), aanbieders van Second Party Opinion (SPO), kredietbeoordelaars en toezichhouders. Er is volgens haar momenteel gebrek aan consistentie tussen deze partijen, wat

‘We moeten flexibel blijven en openstaan voor verschillende benaderingen van duurzaamheid.’

‘De markt heeft duidelijke richtlijnen nodig. Nieuwe regelgeving moet streng zijn en voordelen bieden, zoals een hogere premie, die nu beperkt is.’

leidt tot verwarring en inefficiëntie. Een betere betrokkenheid binnen dit ecosysteem is nodig om de uitdagingen aan te pakken, aldus Peasey. Racaud voegde toe dat betrokkenheid ook belangrijk is om de voortgang te volgen van bedrijven die zich hebben gecommitteerd aan de net zero-doelstelling. ‘Maar’, merkte hij op, ‘dit is een intensieve taak die nauwlettend in de gaten moet worden gehouden.’

Toekomst vraagt holistische blik

De slotronde draaide om verwachtingen voor de toekomst. Hoek waarschuwde dat overregulering de markt kan belemmeren, maar benadrukte ook dat duidelijke en strenge regels nodig zijn om bedrijven aan te moedigen hun netto nul-ambities te realiseren. Zarzycki voegde toe dat kapitaalmarkten een oplossing kunnen bieden middels innovatieve instrumenten, zoals CO₂-gerelateerde obligaties. Ze voorziet meer mondiale regelgeving, maar ook een grotere rol voor kapitaalmarkten om transitie te ondersteunen. Peasey benadrukte de nog steeds enorme onbenutte mogelijkheid om te profiteren van de ongelabelde obligatiemarkt. ‘Obligatiehouders moeten begrijpen hoe ze effectief engagement kunnen uitoefenen gedurende de hele levenscyclus van een obligatie, van de periode vóór de uitgifte tot de periode waarin de obligatie wordt aangehouden en zelfs bij herfinanciering.’

Tot slot merkte Stassen op dat er weliswaar veel vraag is naar sociale impact, maar dat niemand precies weet hoe die te bereiken is. Ze bepleitte daarom een bredere kijk op de hele beleggingsportefeuille, waarbij zowel groene als sociale doelen worden geïntegreerd. ‘Uiteindelijk moeten beleggers holistisch naar hun portefeuille kijken en dus niet alleen kijken naar wat ze kunnen doen met die 10% impactallocatie, maar wat ze kunnen doen met hun hele beleggingsportefeuille.’ ■

IN HET KORT

Een duidelijke definitie van duurzame obligaties ontbreekt, wat uitdagingen creëert voor beleggers om hun kapitaal effectief in te zetten.

Niet-gelabelde obligaties zullen een cruciale rol spelen in het behalen van netto-nul doelstellingen. Meer dan groene obligaties alleen.

Regelgeving en labels, zoals de Green Bond Standards, bieden voordelen, maar kunnen bedrijven ook ontmoedigen om groene obligaties uit te geven vanwege strenge vereisten.

Diversificatie binnen obligatieportefeuilles blijft belangrijk, waarbij ook sectoren die de transitie moeten doormaken niet uitgesloten mogen worden.

Een holistische benadering van beleggingsportefeuilles is nodig, waarbij financiële prestaties en meetbare duurzame impact hand in hand moeten gaan.

Banken moeten meer concurrentie krijgen

Emeritus hoogleraar Casper de Vries staat mede dankzij zijn econometrische modellen over risicomanagement in de top-3 'meest innovatieve economen' van de ESB. Als WRR-lid heeft hij verder invloed op het overheidsbeleid. Financial Investigator sprak met hem over immigratie en geldschepping. Wat De Vries betreft moet de arbeidsparticipatie omhoog en moeten banken meer buffers aanhouden.

Door Harry Geels

U bent in de ESB-economenparade over 2023 op de derde plaats voor vernieuwend onderzoek terechtgekomen. Waaraan heeft u die klassering te danken?

'ESB heeft een nieuwe ranking-methodiek onder de noemer 'vernieuwend'. Sinds kort wordt deze voor alle wetenschappen gebruikt. Met deze methodiek wordt vijf jaar teruggekeken en het 'innovatieve' bepaald op basis van hoe wetenschappelijke artikelen geciteerd worden. Als andere wetenschappers over een bepaald onderwerp schrijven – in mijn geval over risicomanagement en meer specifiek het 'staartrisiko' – en het betreffende artikel wordt samen met andere bronnen geciteerd, dan is die publicatie minder innovatief dan wanneer het artikel als enige bron wordt geciteerd. Die betreffende publicatie wordt dan als dé autoriteit of als baanbrekend gezien, waardoor oudere bronnen als niet meer relevant worden beschouwd. Terzijde, hoewel lijsten of klasseringen informatief zijn en wetenschappers scherp houden, zeggen ze natuurlijk niet alles.

Mijn econometrische modellen, gebaseerd op Pareto-verdelingen, repareren een tekortkoming in het vak risicomanagement. Al decennialang is risicomeeting gebaseerd op de standaardnormaalverdeling met dunne staarten. Zo'n verdeling bestaat echter niet op de financiële markten. Daar zien we dikke staarten. Grote uitschieters naar boven en beneden komen veel vaker voor dan de

normaalverdeling suggereert. Met de zogeheten Pareto-verdeling verkrijgen we een betere inschatting van het risico en kunnen we systeemrisico's beter analyseren. Daarnaast moeten bijvoorbeeld regressie-analyses en VaR-berekeningen anders worden uitgevoerd. De rekenregels zijn overigens niet moeilijker dan die van de standaardnormaalverdeling, alleen anders. Daar zit een deel van de koudwatervrees bij gebruikers. Passen we mijn econometrische modellen toe, dan worden risico's wel groter dan als ze volgens een normaalverdeling berekend worden. Banken zouden dan bijvoorbeeld meer kapitaal moeten aanhouden.

Maar laten we niet te technisch worden. Een leuke anekdote betreft de bekende voormalige professor Risk Engineering van de Universiteit van New York en schrijver van een drieluik over risicomanagement, Nassim Taleb. In zijn eerste boek 'Fooled by Randomness' en tijdens lezingen daarover beweerde hij dat dikke staarten, door hem Black Swans genoemd, niet in te schatten of te meten zouden zijn. Toen ik hem een keer tijdens een lezing wees op mijn methodieken, was hij in eerste instantie gepikeerd, maar later heeft hij ze toch omarmd.

'Dat een zware bankenlobby er uiteindelijk voor gezorgd heeft dat de eisen van Basel-IV zijn afgezwakt, bewijst de noodzaak van een CBDC'

Voor de WRR heeft u zich onder andere beziggehouden met 'geldschepping' en meer recent met de 'vergrijzing' in Europa. Het eerste is een voor de meeste mensen ondoorzichtig proces, maar ook >

maatschappelijk een belangrijk fenomeen. Het tweede staat in verband met de veel bediscussieerde migratie. Wat zijn uw belangrijkste bevindingen?

‘Laat ik vooropstellen dat het onderzoek dat we bij de WRR doen niet zozeer gebaseerd is op het vinden van nieuwe wetenschappelijke feiten, waar het op universiteiten om draait, maar om studies over maatschappelijk relevante onderwerpen gebaseerd op wetenschappelijke feiten. Het doel is wetenschappelijk onderbouwde adviezen te geven aan de regering. Wat betreft het rapport over de steeds groter wordende vergrijzingsproblematiek hebben we niet alleen naar Nederland gekeken. Tot dusverre was Nederlands immigratie-onderzoek vooral op ons eigen land gefocust, maar de hele EU vergrijst. Polen vergrijst sneller dan de rest van de EU. De spreekwoordelijke Poolse schilder of loodgieter is er straks niet meer. In de EU gaan we in de komende vijftieng jaar van één oudere op drie werkenden naar één op twee. Nederland zit in de middenmoot van de Europese vergrijzingscyclus, maar gaat ook lijden onder de vergrijzing elders.

Een ander punt van aandacht is dat Nederland het enige euroland is dat substantieel gespaard heeft voor het pensioen. Alle andere landen moeten de toename van het aantal ouderen en hun pensioenen betalen uit de lopende begroting. Dit gaat de reeds bestaande divergerende begrotingsdruk in de EU alleen maar vergroten. Er zijn verschillende scenario's, bijvoorbeeld die waarbij de andere eurolanden gaan bezuinigen, wat tot stagnatie kan leiden. Een ander scenario is dat de begrotingstekorten verder gaan oplopen, met schuld niveaus van ruim boven de 100%. De maximale grens binnen het Stabiliteits- en Groei Pact (SGP) is 3%, Frankrijk zit nu op 6% en een staatsschuld van maximaal 60%, terwijl veel landen nu al ruim boven de 100% zitten. Dan gaat mogelijk ook de ECB door de knieën, want anders lopen de rentes op de obligatiemarkten te veel op. Vervolgens kan dat weer inflatieverhogend uitwerken, wat een slechte zaak is voor onze pensioenen. Er ontstaan in dit scenario niet alleen politieke spanningen binnen de eurolanden, maar ook specifiek tussen Nederland en de rest van de eurolanden. De positieve boodschap is dat we langer gezond leven en dus ook langer kunnen werken. Hogere arbeidsparticipatie zou enorm helpen om dit probleem op te lossen. Tijdig omscholen is het sleutelwoord voor mensen in zware beroepen. Ook zouden migranten sneller aan het werk moeten worden gezet. Meer arbeidsparticipatie van iedereen in alle eurolanden is de enige remedie tegen krimp.
Minister Eelco Heinen

heeft inmiddels ons recentste WRR-rapport ontvangen en zal deze hopelijk in de onderhandelingsgesprekken met de andere EU-landen gebruiken om de speciale situatie van Nederland te beschermen.’

En wat vindt de WRR van het fenomeen geldschepping?

‘Een leuke anekdote vooraf is dat ons rapport over geldschepping gebruikt is als belangrijke bron voor de nieuwe versie van het bekende toneelstuk ‘Door de bank genomen’ van De Verleiders. Een van onze adviezen is het opzetten en invoeren van de CBDC, de digitale euro, als tegenwicht tegen het commerciële geld van de banken. Er zijn enige maatschappelijke reserves over de invoering van zo'n munt, en daar moet vanzelfsprekend rekening mee worden gehouden, maar het grote voordeel van CBDC is dat het financiële systeem robuuster wordt. Dat systeem is nu nogal labiel. Er zit niet alleen veel procycliciteit in de geldschepping van banken – méér krediet als het economisch goed gaat en te weinig als het slecht gaat – het vindt ook nog eens plaats met een hefboom waarbij de kapitaalsvereisten veel te laag zijn. Met een digitale munt kan de overheid ook tegenwicht bieden aan andere particuliere alternatieven. Toen Facebook met zijn initiatief van de digitale betaalmunt Libra kwam, ontstond er onrust bij de autoriteiten. Ongereguleerd privaat geld zou een systeemrisico worden waarvan de gevolgen nog niet goed te overzien zijn.

Commerciële banken zien de digitale overheidsmunt vanzelfsprekend als een bedreiging voor hun businessmodel. Maar ze vergeten dat tot aan de jaren vijftig hun bankbalans veel kleiner was, omdat toen nog zo'n 50% van al het betalingsverkeer in cashgeld van de centrale bank plaatsvond. Ook moeten we de kwalijke gevolgen van nieuwe ‘bank runs’ te allen tijde zien te voorkomen. Zoals gezegd nemen banken volgens ‘betere’ risicomaatstaven nog altijd te veel risico. En als het misgaat, is het nog altijd de belastingbetaler die ervoor opdraait. Dat een zware bankenlobby er uiteindelijk voor gezorgd heeft dat de eisen van Basel-IV zijn afgezwakt, is niet alleen een belediging naar de maatschappij, het bewijst wat mij betreft de noodzaak van een CBDC. De maatschappelijke weerstand tegen de munt, vanwege bijvoorbeeld privacy van betalingen, is overigens

weinig overtuigend. De overheid kan nu ook alle transacties bij banken opvragen als ze dat noodzakelijk acht, bijvoorbeeld vanwege het vermoeden van witwassen. En moeten we het Amerikaanse Visa of Mastercard wél vertrouwen met onze data en de Nederlandse overheid niet? De CBDC-kritiek zit vol met drogredenen en bangmakerij.’

‘Tijdig omscholen is het sleutelwoord voor mensen in zware beroepen. Ook zouden migranten sneller aan het werk moeten worden gezet.’

Casper G. de Vries



Prof. dr. Casper G. de Vries (1955) is per 1 januari 2015 benoemd tot raadslid bij de WRR. Sinds 1992 is hij verbonden aan de sectie Monetary Economics aan de Erasmus School of Economics waar hij de Witteveen leerstoel in Monetaire Economie bekleedt. Hij behaalde zijn Master Algemene Economie in 1980 en zijn PhD in 1983 aan de Purdue University in de VS. Daarna werkte hij onder andere aan de Texas A&M University, de Katholieke Universiteit Leuven en Chapman University. De afgelopen jaren was hij onder meer Vice Decaan aan de Erasmus School of Economics.

Vindt u dat commerciële banken in de laatste decennia verstandig zijn omgesprongen met hun privilege tot girale geldschepping?

‘Daar zetten we dus inderdaad onze vraagtekens bij. De geldschepping is in bijvoorbeeld Nederland sinds de afschaffing van het bankgirosysteem – overigens eveneens dankzij een bankenlobby – exponentieel toegenomen. Geldschepping is op zich een goede zaak, want impliciet betekent dat kredietgroei. Financiering is noodzakelijk om allerlei transacties te kunnen doen. Het vormt zo de smeerolie van de maatschappij. Maar bijvoorbeeld het op grote schaal financieren van vastgoedtransacties terwijl de vastgoedvoorraad maar mondjesmaat toeneemt, leidt natuurlijk tot ‘asset inflation’. Mensen die in de gelukkige situatie hebben gezeten om nieuw gemaakt geld te lenen om vastgoed te kopen, hebben geprofiteerd. De huurders zijn vervolgens geconfronteerd met steeds hogere huren. Dat draagt bij aan maatschappelijke ongelijkheid.

Geldschepping heeft ook bijgedragen aan de kredietcrisis. De korte versie hiervan is het steeds meer uitlenen in goede tijden en met financiering stoppen als de bubbel knapt. Mijn hoop is dat als banken concurrentie krijgen van de digitale overheidsmunt, ze wellicht voorzichtiger worden en meer buffers gaan aanhouden. Dan kan de markt het verder oplossen. Via regelgeving gaat het te langzaam. Denk hierbij aan de eerder genoemde afzwakking van Basel-IV. De overheid is blijikbaar te zwak, niet alleen voor het opstellen van regelkaders en het handhaven, maar ook wat betreft de mededinging tussen banken. Er zijn financiële molochs ontstaan

en in veel landen heeft de bankensector een oligopolistisch karakter gekregen, Nederland voorop. In ons land liggen de hypotheektarieven zelfs zo’n honderd basispunten hoger dan elders in Europa.

De bankensector is bijna overal in de wereld een ‘insider business’ geworden. De CBDC, en hopelijk ook fintech en een verdere ontwikkeling van de private financieringsmarkten, kunnen die wat opschudden. Bovendien hebben we strengere marktmeesters nodig en natuurlijk één Europese competitievere en efficiëntere kapitaal- en bankenmarkt. Dat laatste ligt overigens sinds de kredietcrisis verder weg dan daarvoor. De argwaan tussen Europese landen is alleen maar toegenomen. Dit is zo langzamerhand een tragedie voor Europa geworden.’

Wat zijn uw persoonlijke ambities? Als professor, als participant in allerlei denktanks, politiek of persoonlijk?

‘De belangrijkste motivatie om voor de WRR te werken, is om een bijdrage te leveren aan BV-Nederland. Het doen van onderzoek is boeiend en van groot belang voor de maatschappij. Verder werk ik met enkele Amerikaanse collega’s aan een fundamenteel onderzoek over mededinging en prijszettinggedrag. Ook ben ik bezig een boek te schrijven over dikke staarten en risico-analyse.

Zo’n boek – met overigens een hoog wetenschappelijk analytisch niveau – neemt veel tijd in beslag. Het is echter wél nodig, omdat nog altijd veel risicomanaagement uitgaat van de standaardnormaalverdeling. Ik voel de hoge ESB-klassering als een zetje in de rug om dit boek ook echt te gaan schrijven.’ ■

‘Mijn hoop is dat als banken concurrentie krijgen van de digitale overheidsmunt, ze wellicht voorzichtiger worden en meer buffers gaan aanhouden.’

Impactbeleggen in de praktijk

Het realiseren van impact is in recente jaren uitgegroeid tot een belangrijk onderwerp op de agenda van pensioenfondsbestuurders. Naast alle aandacht die de transitie naar de Wtp vraagt, heeft er een versnelling rondom impactbeleggen plaatsgevonden. Vanuit de deelnemers, de politiek en de samenleving klinkt de roep steeds luider om, naast risico en rendement, ook oog te hebben voor het maken van maatschappelijke impact met de beleggingen.

Door Vicky van Heck en Reinout van Tuyl

Er is echter ook kritiek. In de Verenigde Staten is er een beweging die zich nadrukkelijk keert tegen ESG en alles wat daarmee te maken heeft. Ook in ons land heeft de discussie in de Tweede Kamer geleid tot een wat ongenueanceerde motie deze zomer.

Dat impactbeleggen zo'n actueel onderwerp is, wil niet zeggen dat de visies erop eenduidig zijn. Er zijn weinig onderwerpen die momenteel zoveel vragen en discussies opleveren. Dat merken wij ook aan de bestuurstafels en de BAC-agenda's. Daarom een overzicht van de belangrijkste vragen rond impactbeleggen en de antwoorden daarop.

1) Hoe maak ik mijn impactambities concreet?

De belangrijkste vragen om te beantwoorden, zijn: Waaróm wil ik impact maken? En waar? Welke impact betreft dit? Daar

begint het, veelal ingegeven door deelnemerswensen. In de praktijk zien wij dat het belangrijk is om niet in te algemene thema's te blijven steken. 'Het tegengaan van biodiversiteitsverlies' klinkt bijvoorbeeld mooi, maar is in de praktijk te generiek. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor 'meer kanselijkheid'.

Om dat te voorkomen, hanteren we de zogenoemde

Theory of Change (ToC). De ToC definieert een gestructureerd proces waarbij in zes stappen (probleem – input – activiteiten – output – uitkomsten – impact) een algemeen thema wordt doorvertaald naar concrete activiteiten en hun meetbare impact. Hanteer daarbij gestandaardiseerde maatstaven zoals die van IRIS+.

2) Hoe integreer ik impactbeleggen in de portefeuilleconstructie?

Een belangrijke eerste voorwaarde voor de integratie van impactbeleggen in de portefeuilleconstructie is dat de impactambities en impactthema's van de belegger heel duidelijk zijn. Op basis daarvan kan een belegger identificeren welke beleggingscategorieën geschikt zijn voor de gekozen impactthema's. Dit kan betekenen dat het beleggingsuniversum wordt verruimd, bijvoorbeeld met private assets als private equity en/of debt of infrastructuur.

Daarnaast dienen de verwachte impactbeleggingen te voldoen aan het uitgangspunt dat het risico-rende-

mentsprofiel bij dat van de betreffende beleggingscategorie past. En indien dat niet mogelijk is, dan moet duidelijk zijn wat het effect is op het risico-rendementsprofiel van de totale portefeuille.

Bij de keuze voor een impactbeleggingscategorie is niet alleen het impactpotentieel van belang. Het impactpotentieel is de mate waarin een belegger via de beleggingscategorie potentieel kan bijdragen aan de te realiseren impact. Ook de implementeerbaarheid speelt daarbij een belangrijke rol. De implementeerbaarheid betreft de complexiteit waarmee een impactbelegging in de portefeuille opgenomen kan worden. Dit is onder andere afhankelijk van de beschikbaarheid van passende impactbeleggingen en de aard van deze beleggingen.

3) Is er voldoende aanbod van impactbeleggingen voor pensioenfondsen?

Het aanbod van impactbeleggingen met een (marktconform) financieel rendement is de afgelopen jaren sterk gegroeid. Op dit moment omvat de markt

FIGUUR 1: IMPACTPOTENTIEEL VERSUS IMPLEMENTEERBAARHEID



Bron: Achmea Investment Management

van financial first impact-fondsen meer dan € 600 miljard. Er zijn wel verschillen in aanbod voor wat betreft thema's, beleggings-categorieën en omvang. Op het gebied van klimaat zijn er al veel impactfondsen en -oplossingen beschikbaar, ook met voldoende omvang. Maar dat geldt niet voor alle impactthema's, en dat brengt soms dilemma's met zich mee. Het is daarom verstandig kleiner te beginnen, ervaring op te doen, en vooral te borgen dat er helder gerapporteerd wordt over de behaalde resultaten. Want dat is wat deelnemers cruciaal vinden!

Bovendien is het belangrijk om de doelstellingen vooraf te matchen met de investeringsmogelijkheden. Op biodiversiteit zijn specifieke investeringsmogelijkheden (zoals behoud en herstel van biodiversiteit of duurzame visserij) vaak nog beperkter. Het helpt dan om het thema biodiversiteit te verbreden naar thema's als afval- en watermanagement en duurzame landbouw. Of te combineren met andere thema's (klimaat en biodiversiteit samen). Dat helpt om vraag en aanbod beter op elkaar af te stemmen. Wij

doen per thema onderzoek naar de activiteiten die het beste bijdragen aan het thema en matchen die met de investeringsmogelijkheden in verschillende beleggingscategorieën.

4) Hoe weet ik of een investering daadwerkelijke impact heeft?

Om te bepalen of een investering daadwerkelijke impact heeft, is een grondige impact due diligence essentieel. Dit proces helpt de potentiële impact van een belegging te beoordelen voordat een beslissing wordt genomen. Een nuttig instrument is de impact-scorecard, waarmee de impact binnen een specifieke beleggingscategorie wordt vastgesteld. Hiermee kunnen investeringen in private equity bijvoorbeeld onderling worden vergeleken op basis van hun toegevoegde waarde en hun bijdrage aan de daadwerkelijke impact. Via de scorecard krijgt een belegger een gestructureerd overzicht van de mate waarin elke belegging bijdraagt aan de gestelde impactdoelen, wat helpt om de afgewogen keuzes te maken voor de invulling van de portefeuille.

5) Hoe kan ik op een goede manier rapporteren over impact aan mijn deelnemers?

Om op een goede manier te rapporteren over impact aan deelnemers, is het belangrijk om duidelijk en eerlijk te zijn. De beschikbaarheid en kwaliteit van impactdata is in ontwikkeling en wordt steeds beter, maar er zijn nog hiaten. Rapporteer wat je wél kunt meten en wees transparant over wat nog niet beschikbaar is. Denk daar van tevoren over na! Geef concrete voorbeelden van de impact van de investeringen, bijvoorbeeld hoe deze bijdragen aan het milieu of de maatschappij. Maak het verhaal persoonlijk en begrijpelijk door te laten zien hoe een specifieke investering heeft bijgedragen aan duurzame groei. Dit werkt enthousiasmerend en helpt deelnemers om het belang van impact te begrijpen. ■

Disclaimer

Let op: Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dit is reclame. De weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging aanhoudt.



Vicky van Heck

Adviseur Impactbeleggen,
Achmea Investment
Management



Reinout van Tuyll

Senior Investment Strategist,
Achmea Investment
Management

FIGUUR 2: BEPALEN VAN IMPACTPOTENTIEEL AAN DE HAND VAN EEN SCORECARD



Bron: Achmea Investment Management

IN HET KORT

Het is belangrijk om duidelijkheid te hebben over welke impact je als belegger concreet wilt maken. De impactambitie is bepalend in alle fasen van de implementatie en voor de rapportages aan deelnemers.

Impactbeleggen is, naast risico-rendementsafwegingen, een afweging tussen impactpotentieel en implementeerbaarheid.

Goede impact due diligence is cruciaal om impact-washing te voorkomen.

We weten genoeg om nú te starten

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Pensioenfondsen staan voor de forse uitdaging om zowel biodiversiteitsverlies als klimaatverandering aan te pakken. Tijdig actie ondernemen lijkt cruciaal om systemische risico's te beperken en beleggingskansen te benutten.

Dagvoorzitter Caspar Vlaar opende het paneldebat tijdens het pensioenseminar van Financial Investigator over klimaat en biodiversiteit, met majestueus uitzicht vanuit de Rotterdamse Maastoren, met de eerste van een serie stellingen: 'Het beleggingsrisico van biodiversiteit is voor een pensioenfonds niet materieel genoeg om nu actie op te ondernemen.' Ook het publiek deed mee middels de bekende bordjes met een groene en rode zijde. Slechts twee aanwezigen stemden in met de stelling, wat Vlaar aangreep om het gesprek te openen. Don Gerritsen benadrukte dat biodiversiteit en natuurlijk kapitaal de afgelopen 60 jaar wereldwijd met 73% zijn afgenomen. Volgens Gerritsen betekent dit niet alleen een beleggingsrisico voor pensioenfondsen, maar bovendien een systemisch risico voor de gehele financiële sector. Hij stelde dat pensioenfondsen als 'universal owners' met gediversifieerde beleggingsportefeuilles te maken hebben, waardoor ze systemische risico's niet eenvoudig kunnen uitsluiten.

Klimaatverandering en biodiversiteit zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden

Tevens wees Gerritsen op de afhankelijkheid van natuurlijke hulpbronnen. 'Het gaat pensioenfondsen niet alleen om de directe negatieve impact op biodiversiteit, maar ook om de mate waarin bedrijven en sectoren afhankelijk zijn van natuurlijke hulpbronnen. De afhankelijkheid van natuurlijk kapitaal behoort onderdeel te zijn van de overwegingen voor elke belegger.' Michel Iglesias del Sol ging dieper in op de relatie tussen klimaatverandering en biodiversiteit. Die zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden en beleggers erkennen dit steeds meer, constateert hij. 'Klimaatverandering draagt direct bij aan het verlies van biodiversiteit. Ecosystemen zoals bossen en oceanen, die belangrijke rollen spelen in het vastleggen van CO₂, worden bedreigd door klimaatverandering. Het is een illusie om te denken dat we klimaatverandering kunnen aanpakken zonder tevens iets te doen aan biodiversiteit.'

Iglesias del Sol legde uit dat veel pensioenfondsen weliswaar aandacht besteden aan klimaatrisico's, maar dat biodiversiteit daarin vaak wordt onderbelicht. Dit terwijl juist de ecosystemen die door klimaatverandering worden bedreigd, essentieel zijn voor het behoud van biodiversiteit en bestrijding van die klimaatverandering. Iglesias del Sol riep pensioenfondsen daarom op om bij hun duurzaamheidsbeleid niet alleen naar CO₂-uitstoot te kijken, maar ook naar de impact van hun beleggingen op biodiversiteit. Arthur van Mansvelt sloot zich aan bij de opmerkingen van beide collega-panelleden en vertelde dat zijn organisatie ook actief betrokken is bij het integreren van biodiversiteit in beleggingsbeslissingen. Hij benadrukte dat dit een proces is dat tijd kost, maar dat er al wel stappen worden gezet. 'Pensioenfondsen worden zich over het algemeen steeds bewuster van de risico's die biodiversiteitsverlies met zich meebrengt, zowel op de lange als de korte termijn', aldus Van Mansvelt.

ROI in natura

Vervolgens lanceerde Vlaar de tweede stelling: 'Het rendement van biodiversiteitsinvesteringen is op dit moment nog onvoldoende.' Een van de aanwezigen in het publiek merkte op dat de beleggingsmogelijkheden in biodiversiteit nog beperkt zijn, vooral omdat er weliswaar veel bedrijven zijn die oplossingen proberen te bieden, maar dat lang niet alle bedrijven uiteindelijk succesvol zullen blijken te zijn. Deze opmerking werd door het panel opgepikt, waarna Iglesias del Sol verder inging op de uitdagingen van biodiversiteitsinvesteringen. Hij legde uit dat biodiversiteitsinvesteringen zich niet alleen afspelen op de financiële markten, maar ook in real assets, zoals regeneratieve landbouw en duurzame bosbouw. 'Deze investeringen kunnen direct rendement opleveren, bijvoorbeeld in de vorm van opbrengsten uit gewassen of hout. Daarnaast kan land, dat steeds schaarser wordt, in waarde toenemen, wat voor beleggers een aantrekkelijk perspectief biedt,' aldus Iglesias del Sol.

Gerritsen vulde aan dat het belangrijk is om in biodiversiteitsinvesteringen onderscheid te maken tussen het verkleinen van negatieve impact en het vergroten van positieve impact. 'Veel beleggingen richten zich nu op het reduceren van de negatieve impact op biodiversiteit. Dat is de eerste prioriteit, maar tegelijkertijd moeten we ernaar streven om de positieve impact te vergroten.'



VOORZITTER

Caspar Vlaar

Onafhankelijk bestuurder, verbonden aan diverse pensioenfondsen



Don Gerritsen

Director & Sustainable Investment Leader, Deloitte EMEA



Michel Iglesias del Sol

Lid van diverse Beleggingsadviescommissies, Managing Partner, Impact Orange Partners



Arthur van Mansvelt

Senior Engagement Specialist, Achmea Investment Management

Het Pac-Man effect

Timing lijkt op het dossier klimaatverandering en biodiversiteit cruciaal. Vlaar stelde dan ook de vervolgvraag of het risico bestaat dat pensioenfondsen te laat actie ondernemen. Gerritsen merkte in zijn reactie op dat wet- en regelgeving uiteindelijk überhaupt voor iedereen gaat gelden. 'Als het systemische risico van biodiversiteit niet wordt aangepakt, zal regelgeving zoals de Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD), de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) en de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) pensioenfondsen, vermogensbeheerders en bedrijven waarin belegd wordt, simpelweg dwingen actie te ondernemen.' Gerritsen gaf aan dat het verstandig is om nu al de portefeuille te analyseren en te bekijken hoe het negatieve effect op biodiversiteit kan worden geminimaliseerd en het positieve effect kan worden gemaximaliseerd. Vlaar verwees in die context naar een eerdere opmerking tijdens het seminar gemaakt door Jeroen van der Put over het Pac-Man-effect, waarbij pensioenfondsen worden ingehaald door de gevolgen van inactiviteit.

Op de volgende, door Vlaar geïntroduceerde stelling, 'Biodiversiteitsverlies en klimaatverandering zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden', wapperde de zaal unaniem met de groene kaart. Arthur van Mansvelt reageerde op de vervolgvraag of de aanpak van klimaatverandering ook meteen biodiversiteitsverlies oplost. 'Niet helemaal,' antwoordde hij, 'maar de impact van beleggingen op verlies van biodiversiteit kan, vergelijkbaar met een CO₂-voetafdruk, worden gemeten.' Van Mansvelt noemde de MSA-indicator (Mean Species Abundance), een maatstaf voor soortenrijkdom, als een nuttige meetmethode voor de impact op biodiversiteit. Hij wees er ook op dat pensioenfondsen die gebruikmaken van een Paris Aligned Benchmark al een lagere negatieve impact op biodiversiteit hebben vergeleken met conventionele benchmarks. 'Dit is een goede eerste stap, waarna we ons meer specifiek moeten richten op hoogrisicosectoren om de negatieve impact op de biodiversiteit verder te verminderen.' Vlaar merkte op dat het misschien niet zo'n gekke suggestie is voor pensioenfondsen om de koppeling tussen klimaat en biodiversiteit op te nemen in hun doelstellingen. Van Mansvelt beaamde deze, wat hij noemde, 'solide aanpak'.

Inprijzing stimuleert innovatie

De volgende stelling die Vlaar zijn debaters

voorhield, luidde: 'Je kunt als belegger nog niet investeren in biodiversiteit, omdat externaliteiten nog onvoldoende zijn ingeprijsd.' Een zaalmeerderheid was het hiermee oneens. Ter nuancering van die overheersende opinie legde Iglesias del Sol uit dat het inprijzen van externaliteiten in elk geval zeker zou helpen. Hij verwees daarbij naar het voorbeeld van de 'conservation easements' in de VS, waarbij land wordt beschermd tegen ontwikkeling en de natuur zodoende behouden blijft. 'In het VK moeten ontwikkelaars bovendien de impact op de biodiversiteit meten en deze 110% compenseren voordat ze een project mogen starten. Dit soort maatregelen helpt om de biodiversiteit te beschermen en biedt nieuwe beleggingsmogelijkheden.'

Iglesias del Sol benadrukte dat er al stappen worden gezet om biodiversiteit te integreren in beleggingsportefeuilles, maar dat inprijzing van externaliteiten dat nog aantrekkelijker zou maken. 'Je kunt nu al stappen zetten, maar het zou helpen als dit verder wordt doorgevoerd.' Vlaar vroeg vervolgens aan Van Mansvelt of pensioenfondsen beter gepositioneerd zouden zijn als ze nu al rekening houden met biodiversiteit en klimaatrisico's, zelfs als externaliteiten nog niet volledig zijn ingeprijsd. Van Mansvelt was het daarmee eens maar benadrukte wel dat het huidige gebrek aan inprijzing soms innovaties tegenhoudt, vooral in sectoren zoals plastic verpakkingen. 'Als nieuwe plastics uit fossiele brandstoffen zo goedkoop blijven, kunnen (Europese) recyclers niet concurreren, wat leidt tot faillissementen, zelfs bij goedbedoelde investeringen.'

First movers advantage

Dit sluit volgens Van Mansvelt aan bij opmerkingen uit het publiek over de risico's van investeren in innovaties in sectoren waar externe kosten nog niet goed worden geprijsd. Hij wees op de voedingsindustrie, waar de internalisering van externe kosten, zoals de prijs van voedsel, bijvoorbeeld vlees, positieve effecten zou hebben op de biodiversiteit. Iglesias del Sol voegde daaraan toe dat er ook markten voor biodiversiteitscredits in ontwikkeling zijn, vergelijkbaar met de huidige markten voor emissierechten. 'Zodra pensioenfondsen assets bezitten die biodiversiteitscredits kunnen genereren, kan de waarde van die assets snel stijgen. Er is echt een first movers advantage', aldus Iglesias del Sol. Vlaar sloot de stelling af met een verwijzing naar pensioenfondsen die geloven dat het loont om de eerste te zijn en dit verankerd

hebben in hun investment beliefs. ‘Als belegger ben je beter geïnformeerd als je biodiversiteit en klimaat nu al meeneemt in je beslissingen, zelfs als de voordelen nog niet direct zichtbaar zijn.’

Publiek en paneeldeelnemers wisten zich gevoed met waardevolle inzichten, en Vlaar wilde weten hoe zij die willen gaan toepassen in hun werk. Een ondubbelzinnige reactie uit de zaal luidde: ‘De natuur wacht niet, we moeten nú beginnen. Het is belangrijk om actie te ondernemen en ons niet te verliezen in details, want we weten er al best veel van.’ Gerritsen sloot zich daarbij aan: ‘Stilzitten is inderdaad geen optie. Een eerste stap naar gerichte actie kan zijn om inzichtelijk te maken wat de consequenties zijn van geen actie. Samenwerking, zowel nationaal als internationaal, kan daarbij helpen, bijvoorbeeld via VN-initiatieven zoals het UNEP-FI, het United Nations Environment Programme Finance Initiative. Dat zou al een stap in de juiste richting zijn.’ Gerritsen benadrukte dat zelfs kleinere pensioenfondsen, met beperkte middelen, kleine stappen kunnen zetten om niet helemaal achterop te raken.

Laaghangend fruit: negatieve impact verkleinen

Vervolgens zoomde Vlaar in met de vraag: ‘Gaaf u de negatieve impact mitigeren, of richt u zich op positieve impact?’ De reacties waren verdeeld, met een lichte voorkeur voor het financieren van positieve impact. Gerritsen was enigszins verrast door deze verdeling: ‘Als je kijkt naar de exposure in je bredere beleggingsportefeuille, kun je, vooral in listed equity en obligaties, meer bereiken door je negatieve impact te verkleinen.’ Iglesias del Sol vulde aan dat het goede nieuws is dat pensioenfondsen beide tegelijkertijd kunnen doen: ‘Je hoeft niet per se te kiezen tussen het verminderen van negatieve impact en het creëren van positieve impact. Beide zijn mogelijk.’

Daarop haakte Vlaar in door nieuwe initiatieven te benoemen waarbij eerst de negatieve impact wordt geanalyseerd en voor zover mogelijk gereduceerd, en waarbij vervolgens wordt gewerkt aan compensatie via een biodiversiteitsfonds bijvoorbeeld. Dit lijkt een logische volgorde. Een zaalreactie bevestigde deze aanpak. Een spreker vertelde eerst een methode ontwikkeld te hebben en daarna begonnen te zijn met metingen. Om vervolgens vast te stellen dat de duurzaamheidsambitie om in 2030 een positieve biodiversiteitsfootprint te hebben,

nooit met alleen listed beleggingen gehaald kon worden. Niettemin bleek het starten met meten van negatieve impact een nuttig begin op weg naar duurzamer beleggingsbeleid. Iglesias del Sol benadrukte het belang van verandering: ‘Het doel is dat er verandering optreedt, of die nu bestaat uit het verminderen van negatieve impact of het creëren van positieve impact. Vergelijk het met CO₂: je kunt technieken gebruiken om de uitstoot te verminderen, maar tegelijkertijd technieken inzetten om CO₂ actief uit de atmosfeer te halen.’

Geen tijd te verliezen

Vlaar checkte de gezindheid van de zaal op het thema met de finale stelling: ‘Voordat je kunt werken aan positieve impact, moet je eerst alle negatieve impact hebben weggenomen.’ Hier was vrijwel niemand het mee eens. Volgens de meeste aanwezigen is het belangrijk om ergens te beginnen, ook al zijn er nog weinig oplossingen voor drastische vermindering van negatieve impact. Van Mansvelt herkende dit, maar waarschuwde: ‘Als je er niet tijdig mee aan de slag gaat, krijg je te maken met ecosystemen die instorten. Het is belangrijk om eerst je impact te meten en dan volgende stappen te bepalen. Als impactbeleggingen maar een klein deel van je portefeuille uitmaken, moet je naar het totale plaatje kijken en vooral de negatieve impact verminderen van het via aandelen en obligaties beleggen in bedrijven. Als je in bedrijven blijft beleggen die actief zijn in olie en gas, dan draagt dat niet bij aan beperking van klimaatverandering en behoud van natuur.’

De discussie werd afgerond met een vraag uit het publiek over de afhankelijkheid van institutionele beleggers van benchmarks, zoals de wereldwijde benchmark. Iglesias del Sol zag hierin geen beperking: ‘Steeds meer institutionele beleggers beginnen aan impactbeleggingen, vaak als een klein afgescheiden deel van de portefeuille. Maar dit is slechts een tussenstap. Uiteindelijk zal impactbeleggen worden geïntegreerd in alle beleggingscategorieën.’

Van Mansvelt voegde toe dat benchmarks zoals de Paris Aligned Benchmark al een positiever beeld geven en dat pensioenfondsen hiermee grote stappen kunnen maken. Vlaar sloot het debat af met een pleidooi voor het belang van blijven leren en geïnspireerd raken. ‘Er zijn talloze manieren om met dit onderwerp aan de slag te gaan. De vraag is niet of, maar hoe je begint.’ ■

IN HET KORT

Pensioenfondsen moeten klimaatverandering en biodiversiteitsverlies tegelijk aanpakken.

Biodiversiteitsrisico's vormen een systemisch risico voor financiële markten en pensioenfondsen.

Investeringen in biodiversiteit bieden kansen, vooral in real assets zoals duurzame landbouw.

Tijdige actie is cruciaal om zowel negatieve impact te verminderen als positieve impact te vergroten.

De koppeling tussen klimaatverandering en biodiversiteit moet worden geïntegreerd in duurzaamheidsstrategieën van pensioenfondsen.

Pensioenfondsen moeten zich inzetten voor behoud van biodiversiteit

De biodiversiteit wordt ernstig bedreigd door menselijke activiteiten en er moeten miljarden geïnvesteerd worden om het verlies aan biodiversiteit tegen te gaan. Robert-Alexandre Poujade, Biodiversity Lead van BNP Paribas Asset Management, legt uit welke acties er nodig zijn voor asset owners zoals pensioenfondsen.

Door Jan Jaap Omvlee

FIGUUR 1: AANDACHTSGEBIEDEN VAN BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT VOOR 2023-2025

	IPBES pressure ¹²	Area of focus for 2023-2025
Investments	Land/water/sea use change	Update our Forest analysis from 2021 Explore an evolution to our Agriculture policy, to address seafood and other ocean-related topics
	Resource use/replenishment	Update our Water analysis from 2021 Conduct new deep dives: planetary health diets, food waste Review our potential investment exposure to the IUCN ¹³ Red list Index, Red List of Ecosystems, Species Extinction risk
	Pollution	Update our Water analysis from 2021 Conduct new deep dives: plastics, pesticides, chemicals
	All pressures	Continue existing initiatives such as SUSTAIN , SELINA , PBAF or INFD Strengthen and promote our range of nature-based solutions; Establish BNPP AM Future Forestry Fund (with IWC acquisition)
Stewardship	Land/water/sea use change	Participate in Nature Action 100; Investor Policy Dialogue on Deforestation (IPDD)
	Resource use/replenishment	Participate in Nature Action 100; ARE Sustainable Proteins; FAIRR
	Pollution	Participate in Nature Action 100; Investor Initiative on Hazardous Chemicals (IIHC); Business Coalition for a Global Plastics Treaty
	Invasive species and others	Participate in Nature Action 100; Blue Economy ETF engagement activity
	All pressures	Support and file shareholder resolutions; continue our role in the Open Letter to Governments on the Water Crisis
Operations	All pressures	Provide BNPP AM colleagues with opportunities for training and development, including biodiversity Fresk workshops, specific training and volunteer opportunities Reduce the impact on biodiversity of our operations.

Bron: BNP Paribas Asset Management

Het verlies aan biodiversiteit brengt hoge kosten met zich mee: circa € 1,7 tot € 3,9 biljoen per jaar, stelt De Nederlandsche Bank. Het gaat hierbij niet alleen om de directe kosten van mislukte oogsten, maar ook om indirecte kosten doordat ecosystemen die cruciale diensten leveren, zoals waterzuivering of bestuiving, niet goed meer functioneren.

Hoe komt het dat veel beleggers biodiversiteit nog steeds als een black box zien?

'Ik zou zeggen dat de situatie voor beleggers vandaag de dag wel iets is geëvolueerd. Dus ik zeg niet dat het nog steeds een black box is, maar er zijn natuurlijk wel uitdagingen. Je ziet ook een groeiend bewustzijn binnen de beleggersgemeenschap. De acceptatie van dat bewustzijn is toegenomen sinds COP15 in december 2022 en het resultaat daarvan, namelijk het wereldwijde biodiversiteitskader van Kunming-Montreal. Dat kader dient als leidraad voor wereldwijde actie voor natuurbehoud tot 2030. Sindsdien hebben we versnelling gezien van coalities onder beleggers waarbij het gaat om verantwoord aandeelhouderschap, zoals Nature Action 100, een door investeerders geleid initiatief dat gericht is op het ondersteunen van meer ambitie en actie van bedrijven om het verlies aan natuur en biodiversiteit tegen te gaan. Er is echt momentum voor actie.'

Wat zijn de mogelijke gevolgen van biodiversiteitsverlies?

'Zonder voldoende biodiversiteit kunnen ecosystemen onvoldoende functioneren. Hoewel het vanuit een financieel perspectief misschien niet heel direct lijkt, is het biodiversiteitsverlies impactvol. Een sterke economie kan niet bestaan zonder een veerkrachtige leefomgeving, gezond voedsel en schoon drinkwater. Het verlies van biodiversiteit vormt dus een directe bedreiging voor het in stand houden van de voorzieningen die wij als vanzelfsprekend beschouwen.

Er zijn voorbeelden te geven van bepaalde diersoorten, maar wat als het Amazonegebied verandert in een savanne? Wetenschappers denken dat we een kantelpunt naderen voor de Amazone, vanwege droogte en ontbossing. Het ecosysteem verandert dus. Wat is het gevolg voor de regenpatronen in Latijns-Amerika? Wat zijn de gevolgen voor het opwekken van hydro-elektriciteit in Brazilië of Peru? En wat betekent dat voor de economie en het BBP? Als je kijkt naar rapporten van de Wereldbank of zelfs van centrale banken in de EU, zien we veel waarschuwingen. Neem bijvoorbeeld Maleisië, dat in een rapport van

de Wereldbank uit 2022 stelt dat in een worstcasescenario er tegen 2030 jaarlijks 6 procentpunt van het BBP verloren gaat ten opzichte van een basisscenario. Dat is veel en dat komt doordat Maleisië sterk afhankelijk is van de natuur voor hun economie.’

Het onzichtbare karakter van biodiversiteitsverlies betekent vaak dat dit niet correct geprijsd is. Waarom houden we geen rekening met de werkelijke prijs van biodiversiteitsverlies?

‘Het is waar dat als we belang hechten aan de afwezigheid van luchtvervuiling, de voordelen van bomen en bossen, en de recreatieve waarde ervan, dat dit allemaal economische waarde heeft. In de vastgoedmarkt wordt deze waarde geprijsd omdat, wanneer je iets koopt, dit de koppeling is tussen waarde en prijs. Het probleem is dat veel van de diensten vandaag de dag niet worden gewaardeerd. Het kan gaan om bestuiving, waterfiltratie, bescherming tegen tsunamis door mangroves, of duinen tegen de stijging van de zeespiegel. Dit brengt ons terug bij het verhogen van het bewustzijn. Er is ook een educatieve kloof die gedicht moet worden. We moeten aan ons ecosysteem een waarde toekennen, anders is het moeilijk om er investeringen in te doen.’

Wat zijn de uitdagingen en kansen van investeren in biodiversiteit?

‘Dat hangt enigszins af van de asset class en je rendementsprofiel. Je kunt tegelijkertijd in verschillende asset classes investeren, afhankelijk van wat je zoekt op het gebied van impact. Dus als pensioenfondsen kun je bijvoorbeeld in verschillende categorieën investeren omdat je in je mandaat verschillende gewichten kunt toewijzen aan diverse asset classes. Je hebt de juiste bouwstenen nodig om je biodiversiteitsdoelstelling te behalen. Deze bouwstenen of investeringen moeten geloofwaardig zijn. Als je bijvoorbeeld denkt aan liquide aandelenfondsen, kunnen deze een investeringsprofiel bieden met een risicorendementsverhouding en een impacttendement, die anders zijn dan bij een investering in private assets. Want beleggen in een groot beursgenoteerd bedrijf is niet hetzelfde als investeren in een landbouwproject, een bosbouwproject of een beschermd marien gebied.’

En wat betreft de kansen?

‘Dat hangt af van de vraag wat je wilt doen en welk resultaat je als belegger wilt bereiken. We zien vandaag steeds meer nieuwe biodiversiteitsfondsen. We zien steeds meer private fondsen die onderzoek doen naar natuurlijk



CV

Robert-Alexandre Poujade

Robert-Alexandre Poujade is Biodiversity Lead van BNP Paribas Asset Management. Hij trad in 2015 toe tot het ESG-researchteam van BNP Paribas Asset Management en leidt het denken binnen de organisatie over biodiversiteit. Hij is betrokken geweest bij verschillende samenwerkingsprojecten (met Capitals Coalition, UNEP-WCMC of Global Canopy) en vertegenwoordigt BNP Paribas in verschillende gremia (zoals Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) en Partnership for Biodiversity Accounting Financials (PBAF)). Hij behaalde een masterdiploma in Management, met als hoofdvak Financiën aan de ESCP Europe – Business School in Parijs in 2010.

kapitaal, zoals duurzame bosbouw, duurzame landbouw en ecosysteemherstel. Van beursgenoteerde aandelen tot private assets heb je verschillende impactprofielen, afhankelijk van het ‘biodiversiteitsgehalte’ van de investering. De nabijheid en zuiverheid van een investering in biodiversiteit zijn hoger wanneer je alle informatie hebt over de locatie van de assets of het project. Je kunt dan zeer specifieke resultaten behalen, zoals in een bepaald bos een percentage van het land dat je beheert reserveren, bepaalde soorten herstellen, een nieuw ‘wetland’ creëren of een nieuwe biodiversiteitscorridor aanleggen. Dat zijn zeer tastbare resultaten, die je vervolgens aan je eind-investeerder kunt laten zien met foto’s, vogelgeluiden of camera-beelden van de biodiversiteit. Maar dit is nog zeer niche.

Aan de andere kant is de impact van beleggen in een ETF of aandelenfondsen minder direct, maar dat betekent niet dat de oplossingen minder relevant zijn. Als een groot bedrijf zijn hele toeleveringsketen aanpast naar meer duurzame praktijken, kunnen we spreken over miljoenen hectares of tonnen grondstoffen die op een duurzamer manier worden geproduceerd. De ene oplossing is niet per se beter dan de andere.’

Hoe kunnen beleggers biodiversiteit opnemen in hun portefeuilles?

‘Wij geloven dat het optimale economische model kan worden gebaseerd op drie E’s: >

energietransitie, gezonde ecosystemen en meer gelijkheid (equality) in onze samenleving. Samen vormen deze de weg naar economische duurzaamheid die ons als beleggers in staat stelt rendementen op de lange termijn te waarborgen. Deze thema's vormen de leidraad voor ons strategisch onderzoek, stewardship, verantwoord ondernemen, beleggen met duurzaamheidsthema's en onze MVO-aanpak. Dit is de lens voor onze investeringen.'

'We hebben biodiversiteit ook opgenomen in ons stembeleid, vooral met betrekking tot water- en ontbossingskwesaties. We hebben ook individuele gesprekken met bedrijven wanneer we een-op-een discussies voeren over bijvoorbeeld ontbossing, de degradatie van het boreale woud en pesticiden.'

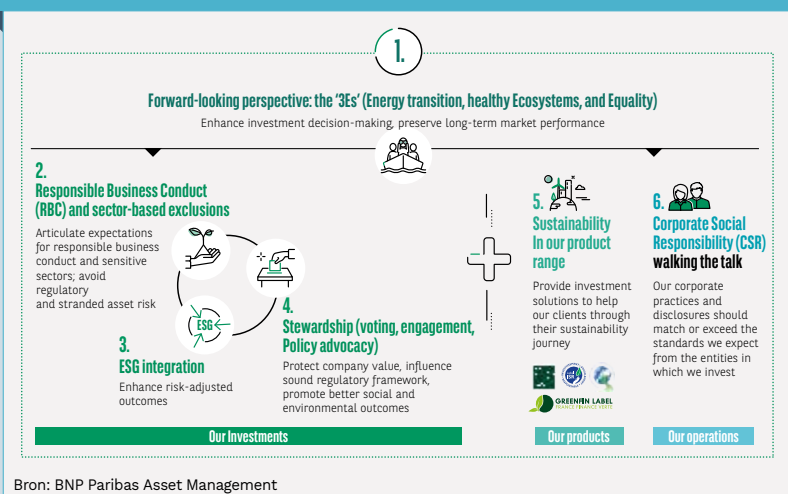
Beschikken beleggers over de juiste datasets rond biodiversiteit?

'De datasets worden steeds beter. Meestal zijn de gegevens gebaseerd op MSA (Mean Species Abundance), een indicator van de intactheid van de lokale biodiversiteit. Deze methodologie is echter niet perfect. We spreken bijvoorbeeld vooral over terrestrische en aquatische biodiversiteit, en niet over mariene biodiversiteit, omdat die gegevens nog ontbreken. Maar het is een begin en de MSA wordt wel gebruikt voor beursgenoteerde aandelen. Wij publiceren bijvoorbeeld elk jaar onze biodiversiteitsvoetafdruk, een wettelijke verplichting en daarvoor gebruiken we ook de MSA-gegevens. Zijn de gegevens perfect? Dat zijn ze niet, maar dat geldt ook voor creditratings, CO₂-gegevens en andere gegevens. Elke dataset bevat nu eenmaal vooroordelen ('biases'). Er is dus nog veel werk te verzetten op dit gebied. Maar investeerders hebben nu alle reden om te investeren in biodiversiteitsprojecten aan de hand van de data waarover zij beschikken. De CDP-vragenlijsten (Carbon Disclosure Projecten) helpen daarbij, en de CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) zal ook meer data points opleveren dankzij de bedrijven die onder de CSRD vallen.'

Waar moeten investeerders op letten bij hun biodiversiteitsstrategie?

'Er is al veel expertise op dit gebied in de financiële sector. Asset owners, waaronder pensioenfondsen, zijn goed geëquipeerd en hebben het geld dat nodig is om hun ideeën te verwezenlijken. Ze moeten dus niet terughoudend zijn om hun beleid te lanceren. Ik denk dat dit het juiste moment is. Het is een oproep tot actie voor deze groep!'

FIGUUR 2: DE 6 PILAREN VAN DE BIODIVERSITEITSAANPAK VAN BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT



Wat zijn de belangrijkste instrumenten die asset owners kunnen inzetten?

'Voor mij is stewardship ('verantwoord eigenaarschap') een van de belangrijkste instrumenten. Dit betekent dat asset owners, zoals pensioenfondsen, in gesprek gaan met hun vermogensbeheerders. Ze kunnen zich ook verenigen in grote samenwerkingsverbanden. Met hun geld kunnen ze echt invloed uitoefenen en een belangrijke rol spelen met een duidelijke stem.'

Een ander punt is risicoscreening. Er zijn gegevens beschikbaar, zelfs openbare gegevens waar asset owners niet voor hoeven te betalen, zoals data van de Zoological Society of London (www.zsl.org), de charity die zich inzet voor het wereldwijde behoud van dieren en hun leefomgeving. Wij gebruiken die voor onze screening van palmolie- en papierproducten. Asset owners hebben ook toegang tot deze gegevens en kunnen onderzoeken hoe de bedrijven waarin ze beleggen, scoren in deze rankings.

Asset owners kunnen ook kijken naar de ranglijsten van de vermogensbeheerders aan wie ze hun geld toevertrouwen, want er zijn externe rankings, zoals van CDP (Carbon Disclosure Project). Die zijn weliswaar bestemd voor bedrijven, niet voor vermogensbeheerders, maar ze kunnen hun risicoscreening verbeteren en dat zou onderdeel moeten zijn van hun biodiversiteitsstrategie. En natuurlijk, als ze kunnen aankondigen dat ze bijvoorbeeld X-miljard willen investeren in biodiversiteit, dan is het belangrijk om die signalen af te geven. Dat werkt door in de hele keten: de financiële keten wordt dan gestimuleerd om aan biodiversiteitsbehoud te werken.' ■

IN HET KORT

Het verlies aan biodiversiteit brengt hoge kosten met zich mee, zowel direct als indirect.

Aan ecosystemen moet een waarde worden toegekend, anders blijven investeringen achterwege.

Datasets voor biodiversiteit zijn nog niet perfect, maar afwachten met investeren is geen optie.

Stewardship en risicoscreening zijn de belangrijkste instrumenten voor asset owners.

Investeringen in het behoud van biodiversiteit werken door in de gehele financiële keten.

Roelof Salomons

begint bij BlackRock: 'als een kind in een snoepwinkel'



2005
PhD Economie,
Rijksuniversiteit
Groningen

1972
Geboren in Aduard

Proficiat met uw nieuwe stap. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

'Geweldig. Een warm bad. Na een aantal jaren aan interim-klassen en adviesrollen te hebben gedaan, merkte ik dat er iets miste. Het was inhoudelijk uitdagend, er was veel interactie, maar je blijft altijd een beetje een buitenstaander. Deze rol is mij op het lijf geschreven. Inhoudelijk is het nog steeds uitdagend, er is veel interactie met collega's en klanten, en het is breed. En nu met het shirt van een organisatie. Een shirt dat perfect past.'

Wat was uw allereerste (vakantie)baantje en wat heeft u daar geleerd?

'Zowel in mijn stage bij het pensioenfonds van KPN als in mijn eerste baan bij Philips Pensioenfonds heb ik geleerd dat fouten maken mag. Je moet er alleen wel van leren. Later heb ik nog een extra les geleerd: het is nog beter – en minder duur – als je leert van de fouten van anderen.'

U heeft de afgelopen jaren in de sector verschillende functies vervuld. Wat is u het meest bijgebleven?

'Ik heb altijd gewerkt voor asset managers met verschillende typen institutionele klanten. Maar ik heb ook aan de andere kant van de tafel gezeten. Dat is extreem leerzaam. Wat mij het meeste is bijgebleven, is dat het in dit werkveld vooral om de combinatie van inhoud en goede relatie gaat. Je moet de klantvraag echt begrijpen. We hebben in deze industrie nog wel eens de neiging om het complex te maken, het slimste jongetje van de klas te willen zijn. Het is veel nuttiger om dingen begrijpelijk uit te kunnen leggen, echt te begrijpen en te helpen met oplossingen.'

U blijft naast uw nieuwe functie bij BlackRock ook nog Professor Investment Theory and Asset Management bij de Universiteit van Groningen. Wat waardeert u het meest in die laatste rol?

'Er is (bijna) niets leuker dan het overdragen van kennis. Studenten de passie voor beleggen bijbrengen. En de glinstering in de ogen te zien als ze het begrijpen. En dan is er niks mooier dan dat op je 'eigen' universiteit te doen.'

Van welke fout in uw professionele carrière heeft u het meest geleerd?

'In het begin van mijn carrière had ik nog weleens de neiging om te veel

gericht te zijn op de korte termijn. Het zal de leeftijd zijn. Maar beleggen is voor de lange termijn. Het is rendement op rendement. Hetzelfde geldt voor relaties, het opbouwen van vertrouwen.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met BlackRock?

'Ik kende Monique Donders al langer, dus toen ik zag dat deze plek vacant kwam, heb ik de stoute schoenen aangetrokken. Het is een succesvolle organisatie met voet aan de grond in Nederland, die tegelijkertijd ondersteund wordt door een groot team van wereldwijde experts. Het BlackRock Investment Institute, met een team van 70, heeft een schat aan informatie, dus ik voel me als een kind in een snoepwinkel.'

Wat verwacht u er als Chief Investment Strategist te bereiken?

'In mijn rol zal ik bijdragen aan de visie van BlackRock op financiële markten en de specifieke vertaling daarvan voor onze klanten en andere stakeholders. En dat zo begrijpelijk mogelijk, met oog voor de doelstellingen van klanten. Daarnaast zal ik mijn steentje bijdragen aan de groei van de business.'

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

'Het weekend voordat ik bij BlackRock begon, heb ik de Ultra Trail du Mont Blanc gelopen. Met mijn zoon als support crew. Sportief ben ik de komende maanden dus wel verzadigd, maar ik blijf altijd op zoek naar nieuwe sportieve grensverleggende uitdagingen. Komt u maar met suggesties!' ■

Rogier Potter van Loon

is benoemd tot Hoofd-econoom bij TKP Pensioen.

Ricardo Scholman

is aangesteld als Voorzitter van de Beleggingscommissie van Pensioenfonds Provisum.

Frederick Lathoor

is benoemd tot CFO bij NN Hellas. Hij was daar als sinds 2018 werkzaam als CRO en tussen 2022 en 2023 ook als CEO a.i.

Vince Verhoeven

is aangesteld als Investment Director - Global Bond & Emerging Market Debt bij Loomis, Sayles & Company.

Peter Brewee

is begonnen als CRO bij NN Life & Pensions. Hij was sinds 2017 CRO van Nationale-Nederlanden Non Life.

Stephan Linnenbank

is benoemd tot Aspirant-Voorzitter van de RvT bij NN CDC Pensioenfonds.

Mark Oud

is aangesteld als Head of Investments bij IBS Capital Allies. Hij blijft actief voor Invest-NL.

Joost van der Poel

is gepromoveerd tot Head of Distribution Netherlands bij abrdn. Hij is al sinds 2012 bij de vermogensbeheerder in dienst.

Kor Bosscher

is begonnen als Chief Financial & Risk Officer van Quadrum Capital. Hiervoor was hij Manager Director Risk & Finance bij Triodos Investment Management.

Bastiaan Aalders

wordt Senior Partner bij Alpha FMC.

Richard Devue

is aangesteld als Niet-Uitvoerend Bestuurder bij PME.

Ronald Bruggeling

gaat aan de slag als Relatiebeheerder bij Van Lieshout & Partners. Hij komt over van Rabobank.

Els Janssen

is toegetreten tot het bestuur van Het Nederlandse Pensioenfonds.

Jolanda Roos

is benoemd tot CRO van Nationale-Nederlanden Schade & Inkomen.

Ilse Scholtens

gaat aan de slag als Senior Sustainable Investment Advisor bij ANWB. Zij komt over van Pensioenfonds Horeca & Catering.

Carolien Boog

is aangesteld als Senior Adviseur Beleggingen bij Pensioenfonds ABP. Hiervoor was zij Manager Investment & Capital Services bij Athora Netherlands.

Gregor Bollen

is begonnen als Managing Director en Senior Advisor bij J.P. Morgan Private Bank. Hiervoor werkte hij ruim 7 jaar bij Citi.

Karin Merkus

is aangesteld als Bestuurder en Voorzitter van de beleggingsadviescommissie van Pensioenfonds Openbare Apothekers. Hiervoor was zij Lead Portfolio Manager bij Goldman Sachs Asset Management.

Evalinde Eelens

is aangetreden als Bestuurslid van Pensioenfonds voor de Architectenbureaus.

**Olaf van den Heuvel**

is per 1 december 2024 benoemd tot Directeur Investments bij Achmea Investment Management. Hij was de afgelopen vijf jaar CIO Nederland en bestuurslid van Aegon Asset Management.

Leen Meijaard en Petri Hofsté

zijn benoemd tot Commissaris van Achmea Real Estate.

Melinda Rook

is Partner Asset Management & Pensions geworden bij KPMG Nederland. Hiervoor was zij daar Director.

Michel Salden

is begonnen als Investment Manager bij Trésor Capital. Hiervoor werkte hij bij Vontobel Asset Management.

Gregor Smeets

is benoemd tot Bestuurslid en Voorzitter van Pensioenfonds Achmea. Hiervoor was hij Directeur Balansmanagement bij Achmea.

Mark Milders

is benoemd tot Directeur Wholesale Banking bij ING Nederland. Hij was daar sinds vorig jaar oktober al Hoofd Wholesale Banking Nederland.

Ruben van der Aa

gaat aan de slag als Head of Product Insurance & Pensions bij Rabobank.

Ralph Hamers

is aangesteld als Extern Senior Adviseur bij Arta Finance, waarin hij zelf ook een belang heeft genomen.

Bart van Loon

is begonnen als Account Manager bij Fintessa Vermogensbeheer. Hij werkte de afgelopen 2 jaar bij De Goudse.

Daan Zebel

is benoemd tot Manager Regulatory Affairs bij Dufas. Hij werkte het afgelopen jaar als Advocaat in Banking & Finance bij Spee & Bijl.

Alice Jentink

begint per 1 november als Directielid Externe Betrekkingen bij de NVB. Hiervoor was zij Partner van Comprehensive Strategies.

Maurits van Joolingen

is benoemd tot Hoofd Klimaat & ESG-oplossingen bij Ortec Finance.

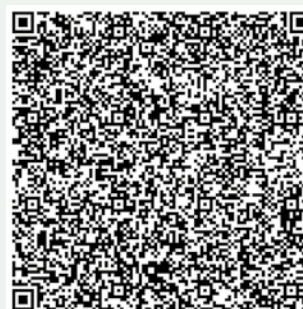
Peter Dorrestijn

is toegetreten tot de RvT van Stap Algemeen Pensioenfonds.

Nadja Bressers

is aangesteld als Acquisitie & Ontwikkelmanager van het ASR Dutch Science Park Fund. Hiervoor was zij Asset Manager Retail bij ASR Real Estate.

Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:



Seminar voor Family Offices: 'Beleggen in Private Markets'

Datum: 21 november 2024, 12:45 – 17:30 uur

Locatie: Cobra Museum voor Moderne Kunst, Amstelveen

Waar liggen de kansen en risico's in private markets vanuit economisch en geopolitiek perspectief?

Hoe voer je grondige due diligence uit? Hoe betrouwbaar zijn de waarderingen? Hoe kun je omgaan met de beperktere liquiditeit? Wat zijn de specifieke risico's van beleggen in private markets?

Wat betekenen private assets voor de diversificatie en schokbestendigheid van je portefeuille? Hoe kun je omgaan met relevante thema's zoals duurzaam beleggen, klimaatverandering, impact investing en technologische innovaties?

Op **donderdagmiddag 21 november 2024** van **12.45 tot 17.30 uur** (lunch vanaf 12.00 uur) zullen diverse experts ingaan op deze en andere actuele vragen tijdens een educatief seminar onder leiding van **Huub Ten Holter**, Investment Leader bij Mercer Nederland.

Programma

12.00 uur: Lunch & Registratie

12.45 uur: Welkom & Inleiding

Huub Ten Holter, Investment Leader, Mercer Nederland

12.55 uur: The PE Liquidity Gap - how LPs and GPs are turning to the secondary market

Philipp Patschkowski, Managing Director, Private Equity Secondaries, Neuberger Berman

13.25 uur: Global Real Estate in 2025, one of the best opportunities in a generation?

Doug Rowlands, Senior Director, Client Portfolio Management, Invesco Real Estate

13.55 uur: Koffiepauze

14.10 uur: Impact Investing in EM: Risicobeheer en waardecreatie in Private Markets

Tim Crijns, Fund Manager Triodos Microfinance Fund, Triodos Investment Management

14.40 uur: Opportunistic Credit: Beyond the Mainstream

Gareth Edwards, Managing Director, ABCarVal

15.10 uur: Q&A sessie over 'Managerselectie in Private Markets', met:

• **Koen Ronda**, Head of Private Markets Investments, IBS Capital Allies

• **Maurice Lemans**, Senior Portfolio Manager, Auréus

15.40 uur: Koffiepauze

16.00 uur: Alternatieve beleggingen toegankelijk voor iedereen en de opkomst van (semi-liquide) Eltifs

Donné Hendrick, Managing Director, Head Alternative Sales Netherlands, BlackRock

16.30 uur: The Evolution of Special Situations in Private Debt

David Brooks, Partner, Co-Head of Capital Solutions, Arcmont Asset Management

17.00 uur: Paneldiscussie over 'Investing in Private Markets', met:

• **Richard Abma**, CIO, OHV Vermogensbeheer

• **Marc Debois**, Founder, FO-Next

• **Raymond de Kuiper**, Client Solutions Manager, BNP Paribas Asset Management

• **Wouter Weijand**, CIO, Providence Capital

17.30 uur: Einde seminar met aansluitend een hapje & drankje

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij een family office, vereniging of stichting. Uw aanmelding is onderhevig aan goedkeuring van Financial Investigator en de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Meer informatie: www.financialinvestigator.nl/seminar-21-11-2024



In samenwerking met:



ALLIANCEBERNSTEIN



Arcmont
from nuveen


BlackRock



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

De duurzame belegger voor een wereld in verandering





Who's leading,
you or the yield
curve?

Fixed Income
investing with
Natixis IM.

> IM.NATIXIS.COM