

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

PLEIDOOI VOOR DE SYNTHESE VAN FINANCIËLE EN ESG-CRITERIA

Mijntje Lückerath-Rovers,
Tilburg University

ZORGELIJK GEBREK AAN ALERTHEID CENTRALE BANKEN

Willem Bouter

CO-INVESTEREN VOOR IMPACT IN EMERGING MARKETS

Elvira Eurlings, ILX Management



RONDE TAFEL
Emerging Markets

Actual
investors
are focused.
Not frantic.

Search for Actual Investors

Baillie Gifford[™]
Actual Investors

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Amesz, Bouko de Groot, Joost van Mierlo,
 Daan Nijssen, Michiel Pekelharing, Lies van Rijssen
 en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

Randy Caenen
 Michiel Cleij
 Evalinde Eelens
 Jack Julicher
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco
 Marthe Tuinstra
 Marc Vijver

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Pierre Abadie, Mohamed Ali, Rebekah Braswell,
 Roland van den Brink, Willem Buiten, Tim Crijns,
 Jeremy Cunningham, Han Dieperink, Mahsun
 Dogan, Jordy van der Drift, Carolien van
 Eggermond, Elvira Eurlings, Melanie Graswinckel,
 Ronald Heijn, Karin Huizinga, Marcel Jeucken,
 Thijs Jochems, Sophie Kamphuis, Anton Kramer,
 Tongai Kunorubwe, Irina Kurochkina, Stephan
 Langen, Dale Lattanzio, Esther Law, Bert Leffers,
 Maurice Lemans, Robin Logher, Mijntje
 Luckerath-Rovers, Naki Nartey, Judith Norbart,
 Pim Rank, Tomasz Telma, Mark Thurgood,
 Kiemthin Tjong Tjin Joe, Vincent Triesschijn,
 Roeland Tso, Luuk Tupker, Reinout van Tuyl,
 Wim Vandenhoek, Danny Vroegop, Raymond van
 Wersch en Amba Zeggen

FOTOGRAFIE

Joep van Drunen Fotografie
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius 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 vervoelvoudigd, 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.

Positieve impact

De Verenigde Staten zullen de wereldeconomie voorlopig blijven domineren, in zowel economisch, technologisch, monetair als militair opzicht. Zo ziet het ernaar uit dat de Amerikaanse economie haar gezonde groei blijft voortzetten, zij het in een marginaal lager tempo, met een verwachte groei van het Amerikaanse bbp van 2% in 2024. Bovendien zal de arbeidsmarkt naar verwachting veerkrachtig blijven, met in de tweede helft van 2024 een meer gematigde banengroei van 100.000 banen per maand. De verwachting is dat het werkloosheidscijfer rond de 4% zal blijven schommelen. Daarnaast draagt AI, gedomineerd door grote Amerikaanse



IT-spelers, in belangrijke mate bij aan de positieve economische ontwikkelingen, deels gefaciliteerd door AI-gedreven productiviteitsverbeteringen. Tot slot spelen de hogere Amerikaanse rente en economische groei de dollar in de kaart. De euro en vooral de yen geven terrein prijs. De dollar is voornamelijk de dominante reservevaluta.

Tot die conclusie komen in deze editie ook de zeven deelnemers aan de Ronde Tafel over Emerging Market Debt: 'Er zijn nauwelijks alternatieven. Het financiële systeem draait grotendeels om de Amerikaanse dollar en dat zal niet snel veranderen.' Voor EMD maakt dit volgens de deelnemers niet veel uit. Zij roemen de kracht van de asset class.

Uit de artikelen over het thema private markets blijkt dat de VS ook nog volop nieuwe mogelijkheden te bieden heeft. Op het gebied van hypotheeklen bijvoorbeeld. Dat daarin dichterbij huis ook nog genoeg te doen is, vertelt pensioenfondsbestuurder Carolien van Eggermond.

Verder praten we in deze editie met pensioenfondsbestuurder Ronald Heijn over good governance en met Citigroup's voormalige hoofdeconoom Willem Buiten over de uitdagingen waar centrale banken mee te kampen hebben.

Biodiversiteit en klimaat vormen ook een centraal thema, met close-ups van blue bonds, financiële integratie van ESG-criteria, regeneratieve landbouw, en de verborgen kosten van afval, en met het verslag van de paneldiscussie tijdens ons recente seminar over biodiversiteit en klimaat. De zes deelnemende experts drukten de toehoorders op het hart om voor positieve impact te gaan zorgen in plaats van te blijven praten over het verminderen van negatieve impact.

Dit thema legt weer naadloos de verbinding naar het thema emerging markets, met een artikel over microfinanciering en frontier markets, en met het coververhaal. Daarin legt Elvira Eurlings, CIO van ILX Management, uit hoe met co-investeren in opkomende markten echte impact kan worden gerealiseerd.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar
 'Balansmanagement &
 Vermogensbeheer voor
 Verzekeraars'

24 september 2024
 Van 13.15 tot 17.00 uur

Erasmus Paviljoen,
 Rotterdam

Meer informatie:
[www.financialinvestigator.nl/
 seminar-24-09-2024](http://www.financialinvestigator.nl/seminar-24-09-2024)



10

Co-investeren voor impact in emerging markets



Good governance, de samenleving kijkt mee

14



52

Paneldiscussie over Biodiversiteit & Klimaat: Voor biodiversiteit is net zero al te veel

COVERVERHAAL

10 Co-investeren voor impact in emerging markets, Interview met Elvira Eurlings, ILX Management

THEMA EMERGING MARKETS

20 Ronde Tafel 'Opportunities in Emerging Market Debt'

30 A tale of two EMs: core and frontier markets, Capital Group

32 Microfinanciering: hoge impact en lage correlatie, Interview met Tim Crijns, Triodos Investment Management

THEMA PRIVATE MARKETS

38 Amerikaanse overwaardehypotheken: hoge spread, beperkt risico, grote markt, Roland van den Brink

40 Heading towards the highest risk-adjusted returns in real estate debt, Interview met Dale Lattanzio en Mohamed Ali, DRC Savills Investment Management

42 Waar impactbeleggers en ondernemers elkaar vinden, Colesco

THEMA BIODIVERSITEIT & KLIMAAT

44 Pleidooi voor de synthese van financiële en ESG-criteria, Interview met Mijntje Lückcrath-Rovers, Tilburg University, TIAS School for Business and Society

48 Financing the future for a sustainable tomorrow, Tikehau Capital

50 Zonder blauw geen groen, Interview met Tongai Kunorubwe, T. Rowe Price, en Tomasz Telma, International Finance Corporation

52 Paneldiscussie over Biodiversiteit & Klimaat: Voor biodiversiteit is net zero al te veel

56 Verborgene neveneffecten van economische groei, Aegon Asset Management

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Zorgelijk gebrek aan alertheid centrale banken, Interview met Willem Bouter, emeritus hoogleraar

14 Good governance, de samenleving kijkt mee, Interview met Ronald Heijn, pensioenfondsbestuurder

S Gesponsord

18 Maak beleggingsprestaties inzichtelijk,
Anton Kramer

34 Hypotheken behouden naar verwachting een prominente plek, Interview met Carolien van Eggermond, pensioenfondsbestuurder

58 Investeren, consolideren of een coöperatie worden? Mahsun Dogan en Kiemthin Tjong Tjin Joe

COLUMNS

9 Bert Leffers: Beleggingsstrategie is belangrijk, maar innovatie lukt nauwelijks

17 IVBN: Bouwen in vertrouwen

29 CFA Society Netherlands: Illiquide uitverkoop?

47 Pim Rank: Alle ballen op ING?

60 Han Dieperink: Het belang van de Amerikaanse presidentsverkiezingen

62 Thijs Jochems: Leidt stop op arbeidsimmigratie tot koopkrachtverlies?

RUBRIEKEN

4 Kort nieuws

61 Boeken & Papers

63 On the move special: **Robin Logher**

64 On the move kort

EVENTS KALENDER

30/05 Lunch webinar discussie 'Euro Credits'

04/06 Seminar 'Climate Opportunities in Real Assets'

21/06 Ronde Tafel 'Zorgvastgoed'

25/06 Lunch webinar discussie 'Fund Finance & Insured Credit'

25/06 Ronde Tafel 'How to Benchmark, Implement, Manage & Measure Biodiversity'

28/06 Ronde Tafel 'Sustainable Investing in Private Equity & Venture Capital'

02/07 Ronde Tafel 'Net Zero Portfolio Management'

04/07 Ronde Tafel 'Carbon Pricing & Carbon Credits'

17/09 Ronde Tafel 'Direct Lending'

24/09 Seminar 'Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars'

26/09 Ronde Tafel 'Infrastructure & Real Estate Debt'

14/10 Seminar voor pensioenfondsen 'Net Zero & Biodiversiteit'



6

Zorgelijk gebrek aan alertheid centrale banken



20

Ronde Tafel 'Opportunities in Emerging Market Debt'



Hypotheken behouden naar verwachting een prominente plek

34

CAPITAL GROUP:

Vier megatrends om in de gaten te houden

Innovatie is volgens Capital Group de levensader van succesvol beleggen. De asset manager volgt momenteel vier ontwikkelingen die het predikaat 'megatrend' zouden verdienen:

1) AI-revolutie

Portefeuillebeheerder Mark Casey denkt dat AI-gestuurde robots de komende tien jaar nog meer impact zullen hebben op de economie dan chatbots. Hij kijkt met name naar bedrijven die robots inzetten voor

het verbeteren van de klantervaring en het verhogen van efficiency en winst.

2) Innovaties in de gezondheidszorg

Het zijn de medicijnen tegen obesitas die nu het nieuws halen, maar volgens portefeuillebeheerder Rich Wolf ligt de belofte vooral in celtherapie en nieuwe genterapieën.

3) Verschuivingen in de handel- en toeleveringsketens

De trend om de toeleveringsketen

buiten China om te diversifiëren krijgt volgens portefeuillebeheerder Brad Freer meer navolging.

4) Innovaties in de landbouw

Analist Gigi Pardasani ziet kansen in 'precisielandbouw' voor de verhoging van de productie, bijvoorbeeld met high-tech tools om gewassen efficiënter te verbouwen, en machine learning, geolocatie en sensoren om slimmere beslissingen te nemen in het veld.

DE TIPS VAN

Amba Zeggen

Welke les heb je geleerd in je carrière tot nu toe?

Dat je soms tegen de stroom in moet gaan. Dat is niet altijd makkelijk, maar wel noodzakelijk. Zeker als je werkzaam bent in de hoek van risicomanagement. Het is een cliché, maar daarom niet minder waar. Het is heel prettig om alleen te praten over kansen en rendement te realiseren. Dat er extra kapitaal nodig is om tegenvallers op te vangen en dat omzetgroei niet altijd waarde toevoegt, is lastiger te verkopen. Zeker als het erg goed gaat met een bedrijf. Juist dan is het belangrijk ook de andere kant te belichten. Er zijn legio voorbeelden van beurslievelingen die een verkeerde afslag hebben genomen omdat niemand (overtuigend) tijdig de 'geweldige' groei tegen het licht heeft willen of kunnen houden. Het kritisch bevragen is iets anders dan

altijd op de rem staan. Risicomanagement gaat over het duidelijk aangeven hoe je kansen kunt pakken én het borgen van de continuïteit van een organisatie.

Welke lees-, luister- of kijktip heb je voor onze lezers en waarom?

Bijna alle boeken van Michael Lewis. Hij is in staat heel goed te beschrijven hoe de financiële sector in elkaar steekt en waarom dingen misgaan of juist een goed voorbeeld zijn van hoe het anders kan en moet. Een mooi voorbeeld van tegen de stroom in zwemmen is het boek over voormalig investment banker Brad Katsuyama. Lewis beschrijft hoe Katsuyama een alternatief handelssysteem creëerde om de nadelen van high-frequency trading tegen te gaan en eerlijke handel te bevorderen.



Amba Zeggen (wiskundige en actuaaris) is Partner Insurance bij Probability & Partners en heeft meer dan 25 jaar expertise in de financiële sector met een focus op risicomanagement. Naast consultant is Amba commissaris bij verzekeraars en doceert zij over risicomanagement aan de Amsterdam Business School en het Actuariële Instituut.

Achmea IM wordt MVB-partner van Pensioenfonds ING

Achmea Investment Management gaat vanaf het derde kwartaal 2024 uitgebreide MVB-diensten leveren aan Pensioenfonds ING, waaronder engagement, rapportage, monitoring en beoordeling van vermogensbeheerders op MVB-criteria.

Pensioenfonds ING heeft ongeveer 65.000 deelnemers en een belegd vermogen van circa € 26 miljard.



Japanese GPIF and APG in joint investment program to drive long-term value

Japan's Government Pension Investment Fund (GPIF) and APG have launched a joint investment program to gain access to attractive investment opportunities, with a focus on infrastructure in developed overseas markets.

This marks the first time that GPIF and APG, on behalf of Dutch public pension fund ABP as its majority shareholder, have joined forces. This collaboration brings together two of the world's leading pension investors, with combined total assets under management of over € 2 trillion.

The partnership will focus on investment opportunities that align with the long-term strategies of both pension funds to drive long-term value for their respective beneficiaries.

MPG:

Growing focus on illiquid assets

More than 78% of institutional investors and wealth managers will increase allocations to illiquid assets over the next five years, with 10% making dramatic increases, new research from international asset management company Managing Partners Group (MPG) reveals.

Its survey of global institutional investors and wealth managers holding assets of € 107 billion under management finds that 10% of respondents will cut allocations to illiquid assets in the next five years. Just over one in ten (11%) will keep allocations the same.

Current allocations to illiquid assets for those investors surveyed were typically between 11% and 25%, with 60% of respondents falling into this range. Around 16% say they invest between 25% and 50% of their portfolios in illiquid assets while just under 24% of investors have up to 10% dedicated to illiquids.

When asked what level of additional premium is required to invest in illiquid assets, the majority, 51%, say they need 1.5% to 2% per annum. Just under 18% say between 2% and 2.5% a year and the same number require 1% to 1.5%. Around 13% say the illiquidity premium required is 0.5% to 1% per annum.



M&G:

Wereldwijde verkiezingen kunnen interessant zijn voor aandelenbeleggers

Dit jaar gaat de helft van de wereldbevolking naar de stembus. De geopolitieke risico's nemen hierdoor toe, maar niet overal en niet iedere verkiezing heeft gevolgen voor de financiële markten.

'Alleen als de campagnes en de uitslag een wezenlijke invloed hebben op de economie, kan dit een weerslag hebben op financiële markten. De volatiliteit die dit veroorzaakt, biedt kansen voor actieve beleggers om relatief goedkoop in aandelen te stappen', aldus Fabiana Fedeli, CIO-aandelen bij vermogensbeheerder M&G in haar nieuwe multi-asset outlook.

'Als Trump de verkiezingen in de VS wint, is dat geen goed nieuws voor een duurzame en CO₂-vrije toekomst. Trump heeft al verklaard dat hij de \$ 400 miljard die Biden heeft toegezegd aan investeringen in groene energie en het klimaat terugdraait. Ook de farmaceutische sector staat nog steeds onder druk vanwege de onzekerheid over het beleid bij een herverkiezing van Trump ten aanzien van de prijzen van medicijnen,' stelt Fedeli.

In het Verenigd Koninkrijk wordt volgens de beleggingsstrategie met optimisme uitgekeken naar de waarschijnlijke overwinning van de Labour Party. 'Labour heeft zich de laatste tijd een stuk bedrijfsvriendelijker getoond en dat geeft beleggers hoop op een periode van meer politieke stabiliteit.'

In India gaan de financiële markten er al van uit dat Modi wint. Als de uitslag toch anders uitvalt, kan dat volgens Fedeli ernstige gevolgen hebben voor beleggers omdat Modi's overwinning reeds is ingeprijsd. 'Maar in Azië, en vooral in China, zal de marktvolatiliteit toch vooral worden aangejaagd door de Amerikaanse verkiezingen. Trump heeft immers gezegd dat hij de importheffingen op Chinese goederen stevig omhoog zal schroeven.'

Biden en Trump hebben in de visie van Fedeli wel één ding gemeen: het uitgeven van meer staatsobligaties. 'Alhoewel dit op de korte termijn weinig invloed heeft op de status van de dollar als veilige haven, maken marktvorsers zich wel in toenemende mate zorgen over de begrotingsplannen van beide mannen. In het verleden was er nooit een duidelijk verband tussen de hoogte van de staatsschulden en de yields van Treasuries. Maar wat niet is, kan nog komen,' aldus Fedeli.

Zorgelijk gebrek aan alertheid bij centrale banken

Centrale banken reageren huiverig op inflatieschokken. Ze zijn altijd te langzaam en het beleid is te slap. Dat is de belangrijkste les die getrokken moet worden uit de recente periode, met voor het eerst sinds decennia weer extreem hoge inflatie. De huiver wordt veroorzaakt door de vrees dat hard ingrijpen tot financiële instabiliteit leidt. Maar die vrees is onterecht.

Door *Joost van Mierlo*

Dat stelt econoom Willem Buiters. De voormalige hoofdconoom van de Amerikaanse bank Citigroup volgt de economische ontwikkelingen als onafhankelijk adviseur nog altijd op de voet. En net als voorheen schroomt hij niet de vinger op de zere plek te leggen.

‘De rol van centrale banken zal de komende jaren alleen maar belangrijker worden,’ stelt Buiters. ‘Met een vergrijzende bevolking, hogere kosten voor gezondheidszorg en stijgende kosten voor defensie moeten overheden ofwel de belastingen verhogen, ofwel de uitgaven drastisch verlagen. Beide voor de hand liggende oplossingen zijn politiek onhaalbaar.’

Daardoor wordt de druk op centrale banken om de oplopende schuld te financieren groter. Die druk moet worden weerstaan. Een onafhankelijke centrale bank is belangrijker dan ooit. En dan het liefst een onafhankelijke centrale bank die sneller reageert op veranderende omstandigheden. Dat zorgt ervoor dat problemen sneller de kop worden ingedrukt.’

In een recent artikel verweet u banken achter de feiten aan te lopen. Waarom vindt u dat?
‘Het probleem is dat we de afgelopen jaren te maken

hebben gekregen met een veel hogere inflatie dan waar we aan gewend waren geraakt. Daar waren goede redenen voor, met de pandemie en de snel daaropvolgende oorlog in Oekraïne die voor een verstoring van de energiemarkt zorgde.

Het punt is dat centrale banken bij hun voorspellingen over de inflatieontwikkeling veel grotere fouten maakten dan in de afgelopen decennia. Begrijp me goed, de fouten werden niet alleen gemaakt door centrale banken. Bij reguliere banken en gespecialiseerde instellingen waren de voorspellingen misschien nog wel slechter, maar het is toch een feit dat het gevaar van inflatie aanvankelijk werd onderschat, terwijl het daarna juist werd overschat.’

Kunt u een voorbeeld geven?

‘Het was eind 2020 duidelijk dat de inflatie een probleem zou worden. Toch werd tot eind 2021 gewacht totdat de Bank of England, als eerste van de grote centrale banken, de rente verhoogde. De ECB deed dat zelfs pas een half jaar later. De renteverhogingen die werden doorgevoerd waren bovendien te slap. Daardoor kon de inflatie oplopen tot meer dan 10%.

Het was beter geweest als er sneller forsere rente-

‘De balansen van centrale banken zijn in de afgelopen jaren enorm opgerekt. Dat kan in de komende jaren nog voor aanzienlijke problemen gaan zorgen.’

Willem Buiten



De in 1949 in Den Haag geboren Willem Buiten was hoogleraar aan diverse universiteiten, zoals de London School of Economics, Yale en Cambridge. Van 1997 tot 2000 maakte hij deel uit van het Beleidscomité van de Bank of England, dat verantwoordelijk was voor het rentebeleid. Van 2010 tot en met 2018 was Buiten Hoofdeconoom van Citigroup, aanvankelijk in Londen en later in New York, waar hij nog altijd woont.

verhogingen waren doorgevoerd. Dat zou de inflatie hebben gedrukt, waardoor er eerder renteverlagingen zouden kunnen worden doorgevoerd. Want ook daarin zijn centrale banken niet alert genoeg geweest. Neem de Fed. In officiële ramingen in juni vorig jaar werd uitgegaan van een inflatie die aan het eind van het jaar 3,9% zou bedragen, met een bandbreedte tussen 3,6% en 4,5%. De inflatie kwam uiteindelijk uit op 3,2% in Q4 2023 en op 2,9% in december 2023. Het was dus een overschatting van de inflatie die hoogst ongebruikelijk is.

Hoe verklaart u dat?

‘Ik denk dat centrale banken de verstoring van de bevoorradingslijnen als gevolg van de pandemie en de energiecrisis na de Russische invasie van Oekraïne hebben overschat. Er was natuurlijk wel sprake van een verstoring, maar er werd onvoldoende rekening mee gehouden dat die tijdelijk was. Marktpartijen pasten zich sneller aan de veranderde omstandigheden aan dan werd voorzien.’

De inflatie mag vorig jaar dan zijn overschat, maar deze blijkt toch hardnekkig, in ieder geval in de VS.

‘Ik had graag gezien dat de rente vanaf eind 2020 sneller tot een hoger niveau was verhoogd dan we hebben gezien. Dat zou hebben betekend dat de inflatie nooit zo uit de hand was gelopen, met een kerninflatie die op een gegeven moment meer dan 10% was. Maar het zou ook hebben betekend dat er het afgelopen jaar al ruimte zou zijn geweest voor renteverlagingen. Dat is waar ik op doelde in mijn recente artikelen.’

Het klopt dat de inflatie in de VS op dit moment weer aantrekt. Dat heeft te maken met een lage werkloosheid, waardoor er opwaartse druk is op de lonen. Als de komende maanden opnieuw wijzen op een opwaartse druk van de inflatie, dan moet de rente weer worden

verhoogd. Je moet alert reageren op de beschikbare informatie. Dat is de belangrijkste les die geleerd moet worden uit de afgelopen jaren.’

Waar komt de hardnekkige inflatie vandaan?

‘Ik denk dat er in de afgelopen jaren onvoldoende rekening is gehouden met de enorme stimuleringsmaatregelen die de diverse overheden hebben doorgevoerd. Dat geldt met name voor de VS, waar die stimulering feitelijk nog altijd gaande is.’

Wat dat betreft is Europa de uitzondering. Daar lijkt de inflatie met 2,4% in de buurt te komen van de doelstelling van 2%. Dat vind ik best verrassend, want de ECB was niet alleen rijkelijk laat met het doorvoeren van renteverhogingen, ze heeft ook minder verhogingen doorgevoerd dan de Fed of de Bank of England. Dat de inflatie er nu lager is, verbaast me dan ook enigszins. Maar de stimuleringsmaatregelen tijdens de pandemie en de energiecrisis waren in de eurolanden ook minder diepgaand dan elders.’

Welke centrale bank heeft het best gepresteerd in de afgelopen jaren?

‘De Bank of England verdient lof, omdat ze als eerste was gestart met de renteverhogingen. Alleen verhoogde ze de rente tot een vergelijkbaar niveau als in de VS, terwijl de inflatiedruk in het Verenigd Koninkrijk hoger was.’

De ECB was zoals gezegd het traagst met de renteverhogingen. De rente is er ook minder opgedreven dan in het VK en de VS. De inflatiedruk was in de eurolanden echter hoger dan in de VS, maar lager dan in het VK.

Het is moeilijk om te zeggen wie het best heeft gepresteerd. Ze hebben allemaal te traag gereageerd toen de rente moest worden verhoogd. De verhogingen gingen bovendien niet ver genoeg. Daarom is er nu geen ruimte voor verlagingen, temeer daar de inflatie in het VK en de VS hardnekkig blijkt.’

‘De fouten werden niet alleen gemaakt door centrale banken. Bij reguliere banken en gespecialiseerde instellingen waren de voorspellingen misschien nog wel slechter.’

Centrale banken hebben het afgelopen decennium ook op niet eerder vertoonde schaal geïntervenieerd met monetaire financiering. Hoe kijkt u daartegen aan?

‘Dat baart me grote zorgen. De balansen van centrale banken zijn in de afgelopen jaren enorm opgerekt. Dat kan in de komende jaren nog voor aanzienlijke problemen gaan zorgen. We zagen dat al in 2022, toen centrale banken met enorme verliezen werden geconfronteerd.

De monetaire financiering heeft met het opkopen van diverse soorten schuld papier voor bubbels gezorgd in talloze financiële markten. Die bubbels kunnen op ieder moment openbarsten. Het is een beangstigende situatie.’

Er wordt geen haast gemaakt met de monetaire verkrapping?

‘Nee. Daarvoor lijkt hetzelfde te gelden als met te snelle renteverhogingen. Er bestaat een vrees dat het doorvoeren van monetaire verkrapping zal leiden tot onrust op de financiële markten en daarmee tot financiële instabiliteit. Mij lijken die zorgen overdreven. Er is een gebrek aan vertrouwen dat dit, mocht er onrust ontstaan, met nieuwe maatregelen de kop kan worden ingedrukt.

Nee, de zorgen over de financiële stabiliteit van maatregelen worden overdreven, terwijl er naar mijn gevoel aanwijzingen zijn dat het gebrek aan monetaire verkrapping op de langere termijn juist schadelijk zal zijn. Het probleem van de enorm grote balansen van centrale banken zal ons nog vele jaren bezighouden.’

U zegt dat centrale banken niet snel genoeg handelen. Dat vinden tal van politici ook, zeker nu ze hopen op renteverlagingen. Ze willen meer grip op het rentebeleid. Is de onafhankelijkheid van centrale banken in het geding?

‘De onafhankelijkheid van centrale banken is belangrijker dan ooit. De meeste ontwikkelde economieën hebben te maken met enorme problemen rond overheidsschulden. Dat geldt zeker voor de VS en het VK, maar ook voor veel landen binnen de eurozone.

Dan hebben we het over de bestaande overheidsschuld en het huidige tekort op de begroting. Maar we moeten ook in het achterhoofd houden dat we te maken krijgen met enorme problemen rond de vergrijzing, met stijgende

uitgaven op het gebied van gezondheidszorg, met een noodzakelijke energietransitie, en de laatste tijd wordt ook gesproken over de noodzaak om de defensie-uitgaven te verhogen.

Met het oog op een verantwoord budgettair beleid moet dit wel leiden tot een aanzienlijke stijging van de belastingen of tot aanzienlijke bezuinigingen. Maar dat is politiek gezien een gifpil die niemand bereid is te slikken.

En dan hebben we het hier over ontwikkelingen die voorspelbaar zijn. Niemand weet wat de gevolgen zijn van een mogelijke nieuwe pandemie, een escalatie van de situatie in het Midden-Oosten of een mogelijke oorlog rond Taiwan.’

Wat betekent dit alles voor centrale banken?

‘Het betekent dat de druk op centrale banken om dit soort tekorten te financieren alleen maar groter zal worden. Je zag dat bijvoorbeeld bij de korte regering van de Britse premier Liz Truss. Die kwam in de problemen vanwege het stimuleren van de groei, zonder dat de gevolgen voor het overheidstekort in ogenschouw werden genomen. Naar nu blijkt zou ze overwogen hebben om de gouverneur van de Bank of England te ontslaan.

Maar overall is de onafhankelijkheid van centrale banken in het geding. Het is een zorgwekkende ontwikkeling. In veel landen is het gelukkig niet alleen maar een beslissing die door politici kan worden genomen en zijn daar ook juridische drempels. Het geeft echter wel te denken dat erover wordt gesproken op een moment dat centrale banken juist tegenwicht moeten bieden aan politici.’

Heeft u een boodschap voor de toekomstige president van de VS?

‘Wat mij betreft zou de winnaar moeten blijven uitgaan van de huidige doelstelling van een inflatie van 2% op de middellange en lange termijn. Ik denk dat de Amerikaanse overheid belastingen aanzienlijk moet verhogen om de verwachte hogere overheidsuitgaven te compenseren en om de schuld af te lossen. Een btw op nationaal niveau zou een goed idee zijn, maar er lijken wettelijke belemmeringen te zijn. Het zou verder goed zijn als men het verschil leert inzien tussen zinvol beleid om problemen in markten op te lossen en het door xenofobie gedreven protectionisme waar voortdurend om geroepen wordt.’ ■

Beleggingsstrategie is belangrijk, maar innovatie lukt nauwelijks

Enkele jaren heb ik als investment strategist voor institutionele vermogensbeheerders gewerkt. Je zou denken dat ik daar veel tijd heb besteed aan het bedenken en verfijnen van een beleggingsstrategie, maar niets is minder waar. Veel ligt al vast in economische ALM-modellen.

Een beleggingsstrategie is een plan dat bepalend is voor de beslissingen van een belegger op basis van doelstellingen, risicotolerantie en toekomstige kapitaalbehoeften en -verplichtingen. Institutionele vermogensbeheerders hebben over het algemeen een lange horizon en bepaalde restricties voortvloeiend uit wetgeving en liquiditeitsbehoefte. Al deze ingrediënten (en meer) worden in een ALM-model gestopt om het te optimaliseren voor rendement en risico. Deze aanpak leidt vaak tot vergelijkbare beleggingsportefeuilles, met bekende asset classes als aandelen, vastrentende waarden en waarschijnlijk enkele complexere beleggingscategorieën, afhankelijk van de grootte van de organisatie.

Bovenstaande aanpak wordt gekenmerkt door een top-down benadering. De grootste verzekeringsmaatschappij ter wereld heeft voor een geheel andere benadering gekozen door bottom-up te beleggen. Het gaat hier om Berkshire Hathaway, dat deze beleggingsstrategie onder leiding van Warren Buffett al meer dan 50 jaar succesvol hanteert. De portefeuille van beursgenoteerde aandelen bevat een verdeling waarin slechts vijf aandelen 79% van deze portefeuille vormen. Vanuit het oogpunt van diversificatie lijkt dit een enorm risico. Buffett kijkt echter naar het onderliggende bedrijf en beoordeelt op basis daarvan het risico. De gekozen bedrijven zijn degelijke organisaties met een gezond economisch perspectief op de lange termijn die financieel goed te analyseren zijn. Zo blijkt een innovatieve beleggingsaanpak zowel degelijk als succesvol.

Een ander voorbeeld is het hedge fund Bridgewater, dat met zijn uitwerking van de

efficient frontier-theorie heeft gezorgd voor een nieuwe beleggingsstrategie, genaamd risk parity. Stel, je hebt een gespreide aandelenportefeuille en 10-jaars Nederlandse overheidsobligaties. Als je start met aandelen, heb je een hoog verwacht rendement, maar ook een hoog risico. Wanneer je obligaties toevoegt, gaat het risico omlaag, maar het rendement ook. Bridgewater stelt dat je het risico per beleggingscategorie gelijk moet stellen: risicopariteit. Afhankelijk van hoe je het berekent, betekent dit in ons voorbeeld dat je ongeveer vier keer zoveel obligaties moet aanhouden als aandelen. Wanneer je leverage gebruikt om de obligaties te kopen, kun je theoretisch hetzelfde rendement behalen als met een 100% aandelenportefeuille, maar met veel minder risico, omdat de diversificatiekarakteristieken van obligaties behouden blijven. Bridgewater is met deze innovatieve aanpak het grootste hedge fund ter wereld geworden.

Als laatste innovatieve beleggingsaanpak noem ik de ESG-benadering, waarin Nederland koploper is. Hierbij zijn verschillende stijlen mogelijk, zoals engagement, uitsluiting of impactbeleggen. Er is nog geen bewijs dat deze benadering succesvol is: onderzoeken op het gebied van rendement zijn onbeslist en het meten van de verbetering van ESG-kenmerken staat nog in de kinderschoenen.

Kortom, een beleggingsstrategie kan veel meer zijn dan een strategische asset allocatie gebaseerd op een ALM-model. Echt succesvolle strategieën zitten in de cultuur van een organisatie en worden langjarig toegepast, ook in slechte tijden. Het is geen actieve invulling van een mandaat, maar een substantieel andere kijk op vermogensbeheer. Er zijn meer voorbeelden van succesvolle innovatieve beleggingsstrategieën, maar zelden hebben die hun oorsprong in de Nederlandse institutionele vermogensbeheersector. Buitenlandse vernieuwingen worden hier bovendien nauwelijks omarmd. Mijn analyse is dat hier een tekort aan ondernemersgeest is en een overvloed aan wetgeving. Ik vrees dan ook het ergste voor ESG-beleggingsstrategieën. ■



Door **Bert Leffers**,
onafhankelijk
investment consultant



Co-investeren voor impact in emerging markets

Samen met ontwikkelingsbanken investeren in private leningen in opkomende landen is een relatief nieuwe manier om financieel rendement te koppelen aan SDG-resultaten. Financial Investigator sprak met Elvira Eurlings, een van de Top 50 Women in Sustainable Finance en Chief Investment Officer van ILX Management, dat zich namens enkele Nederlandse pensioenfondsen op deze vorm van impactbeleggen richt.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Hoe bent u in de industrie terechtgekomen en waar houdt u zich nu mee bezig?

‘Doordat ik als econoom de overstap maakte van het ministerie van Financiën naar het IMF, kwam ik in een internationaal mooie en uitdagende omgeving terecht. Hier raakte ik ‘besmet’ met het virus van de internationale financiële wereld en leerde ik hoe de economische verhoudingen tussen landen en regio’s werken. Mijn focus lag op opkomende markten, wat ik vervolgens voort kon zetten bij FMO, waar ik kon transformeren tot ontwikkelingsbankier. Mijn passie voor impact-investeringen bloeide in die tijd op. Na een prachtige tijd bij FMO ben ik eerst nog werkzaam geweest bij het agentschap van het ministerie van Financiën, waar ik verantwoordelijk was voor het financieren van de Nederlandse staatsschuld door onder andere de uitgifte van de eerste Nederlandse groene obligatie. Dat was ook heel impactvol. Daarna kwam ILX op mijn pad. In mijn huidige baan als CIO komen veel dimensies van mijn opgebouwde ervaring en passie samen. Het is een organisatie die namens pensioenfondsen investeert in opkomende markten, met bilaterale en multilaterale ontwikkelingsbanken, die ik goed ken uit mijn tijd bij FMO. Het interessante is ook dat we een relatief jong en snelgroeiend bedrijf zijn, wat mooie extra uitdagingen biedt. Om even de achtergrond van ILX te schetsen: de eerste twee investeerders waren APG, dat namens ABP en bpf Bouw instapte, en Achmea Investment Management, dat investeerde voor Pensioenfondsen

Vervoer. Dankzij hun inleg van ruim € 1 miljard zijn we begin 2022 echt van start gegaan.’

Welke typen investeringen hebben jullie zoal gedaan? En waarom zijn die aantrekkelijk voor institutionele beleggers?

‘We investeren in opkomende markten door in verschillende sectoren leningen te verstrekken die een grote bijdrage leveren aan de SDGs, bijvoorbeeld in infrastructuur, lokale banken en verbeterde financiële inclusie, of in duurzame energie- en landbouwprojecten. We investeren alleen met ontwikkelingsbanken, waaronder de private sector-afdeling van de Wereldbank IFC, de Oost Europa-bank EBRD, en het Nederlandse FMO. Met deze banken co-investeren we in projecten in de vorm van leningparticipaties. De ontwikkelingsbanken zijn de zogeheten A-lender en wij zijn de B-lender. De ontwikkelingsbank neemt de lokale sourcing van investeringsprojecten op zich en tekent uiteindelijk ook het financieringscontract met de lener. Wij verschaffen vervolgens, nadat we eerst natuurlijk onze eigen due diligence op de investeringsvoorstellen hebben gedaan, een deel van de financiering, voornamelijk senior debt. Daarmee hebben we dus direct exposure naar het risico en rendement van het onderliggende project, maar sluiten we het contract met de ontwikkelingsbank. B-lenders waren voorheen commerciële banken, maar via ons nu ook institutionele beleggers, voor wie deze leningen in het kader van impactbeleggen, maar ook in >

‘In landen die al eerder een meer op DC gelijkende omgeving hebben gecreëerd, is de allocatie naar illiquide strategieën wel toegenomen in de portefeuilles.’

het kader van rendement interessant zijn. We hebben ondertussen zo'n 30 leningen verstrekt. Zo hebben we met de ontwikkelingsbanken samen financiering verstrekt aan lokale banken, maar ook leningen voor de bouw van zonne- en windparken, voor de verlenging van een metrolijn, voor de uitbreiding van de productiecapaciteit van een duurzaam geleide viskwekerij en aan een fabrikant van elektrische bestelbussen. Het is trouwens ook in het belang van ontwikkelingsbanken om extern institutioneel kapitaal aan te trekken. Ten eerste staat het mobiliseren van private sector investeerders uitdrukkelijk in hun mandaat. Ten tweede hebben ze zo toegang tot meer kapitaal, waardoor ze hun portefeuilles internationaal en sectoraal beter kunnen spreiden en uitbreiden. Voor institutionele beleggers zijn dergelijke leningen interessant, omdat ze impact hebben en tegelijkertijd, met hun lange looptijden en een veel lagere volatiliteit, vergelijkbare rendementen hebben als andere 'alternative emerging market debt'-beleggingen. Wat betreft de impact rapporteren wij ook uitgebreid wat de bijdragen aan bijvoorbeeld de relevante SDGs zijn. We hanteren bovendien waarborgen op het gebied van ESG.'

Kunnen impact, risico en rendement hand in hand gaan in opkomende markten? Hoe meetbaar is dat en is de data betrouwbaar?

‘Wij hebben in de oprichtingsfase veel data vergaard en geanalyseerd en hebben geconstateerd dat er enerzijds meetbare impact is en dat anderzijds de risico's meer dan goed door rendement worden gecompenseerd.

Onlangs heeft het Global Emerging Markets Risk Database Consortium, een overkoepelend orgaan van ontwikkelingsbanken dat kredietstatistieken verzamelt, data gepubliceerd rond de private investeringen die door de achterliggende banken zijn gedaan. Wat blijkt? De wanbetalingsrisico's zijn erg laag, gemiddeld maar 3,5%. Bovendien zijn de recovery rates hoog, zo'n 75%. Dat is ook de reden dat wij in ons fonds geen gebruikmaken

van blending, of een first loss of andere vorm van garanties hebben voor

onze investeerders. In opkomende landen is het namelijk essentieel om een onderscheid te maken tussen de perceptie van risico en het werkelijke risico. Wij zien dus dat voor heel veel investeringen die de ontwikkelingsbanken doen en waar wij mee financieren de werkelijke risico-rendementsbalans zich prima verhoudt tot andere asset classes.

Blended finance kan veel waarde toevoegen wanneer die specifiek wordt toegepast om grensverleggende investeringen mogelijk te maken die daadwerkelijk een hoger risicoprofiel hebben en waar de private sector nog niet aan meedoet. Denk daarbij aan de financiering van vernieuwende technologieën of investeringen in landen met een daadwerkelijk hoog risico. Wat betreft impact is het allemaal goed te meten, want doelen worden vooraf afgesproken en contractueel vastgelegd. Er worden hierover duidelijke rapportage-afspraken gemaakt tussen de ontwikkelingsbanken en de klanten. Indien nodig wordt door de banken technische assistentie gegeven als de leners niet goed in staat zijn consistente data te leveren. Wij zijn een SFDR artikel 9-fonds, dus die data moet op orde zijn.'

In hoeverre is aandacht voor de G van ESG mogelijk in opkomende landen?

‘Een goede governance is, naast waarborgen op het gebied van milieu- en sociale risico's, cruciaal. Daarom hanteren wij bij iedere investering duidelijke, minimale standaarden voor goed bestuur, zoals diversiteit en onafhankelijke commissarissen, de inregeling van de compliance en de auditfunctie, de omgangsreglementen met minderheidsaandeelhouders, en transparante verslaglegging.

We krijgen ESG-data en -rapporten van de ontwikkelingsbanken, die wij vervolgens aan een eigen analyse onder-



CV

Elvira Eurlings

Elvira Eurlings is sinds 2022 CIO van ILX Management, waar ze het investerings- en duurzaamheidsteam aanstuurt. Ze begon haar carrière in 1999 bij het ministerie van Financiën en kwam in 2007 in dienst bij FMO, waar ze onder andere verantwoordelijk werd voor de wereldwijde energieportefeuille. Na FMO werd ze in 2018 Agent bij het ministerie van Financiën. Eurlings studeerde Algemene Economie aan Tilburg University.

werpen. Als we vragen hebben, kunnen we die altijd terugkoppelen naar de ontwikkelingsbanken.'

Wat kunt u zeggen over de risico's?

'Dankzij het werken met ontwikkelingsbanken, waarvan een aantal al decennialang ervaring heeft – zo bestaat FMO al sinds de jaren zeventig – wordt het risico sterk gemitigeerd. De multilaterale ontwikkelingsbanken krijgen bovendien een speciale behandeling in de landen waar ze actief zijn, de zogeheten preferred creditor treatment, waarbij ze voorrang hebben op terugbetaling in het geval er betalingsproblemen in het land ontstaan.

Sommige landen kennen uiteraard serieuze uitdagingen. Maar nogmaals, de ontwikkelingsbanken hebben jarenlange ervaring, zijn vaak lokaal vertegenwoordigd en structureren hun leningen op een solide manier. Door de ruime ervaring lopen de ontwikkelingsbanken ook vaak al jaren vooruit wat betreft het uitsluiten van landen. Zo werd Rusland al in 2014 uitgesloten, na de invasie van de Krim. De internationale kapitaalmarkten sloten Rusland pas acht jaar later uit, na de inval in Oekraïne. Soms wordt nationaliseren als risico genoemd. De praktijk leert echter dat overheden niet snel overgaan tot het nationaliseren van bedrijven waar ontwikkelingsbanken bij betrokken zijn, omdat die voor een belangrijk deel de toegang zijn tot andere internationale financiële stromen.'

Hoe beïnvloedt de huidige geopolitieke situatie jullie beleggingsportefeuille en -strategie?

'De internationale conflicten hebben vooralsnog geen impact op onze beleggingsstrategie. Zoals gezegd is er sprake van een zeer adequaat uitsluitingsbeleid van landen waarin we actief kunnen zijn. Tegelijkertijd zijn er nog zoveel investeringsmogelijkheden in de andere landen waarin we wél actief zijn, bijvoorbeeld in de energietransitie. In veel opkomende landen moeten daar nog enorme stappen worden gezet. Als we de

klimaatdoelen uit het Klimaatakkoord van Parijs willen halen, moeten we juist hier investeren. Er is nog altijd sprake van een enorm financieringsgat, overigens niet alleen voor schone energie, maar ook voor diverse andere, eerder besproken SDGs. Ontwikkelingsbanken hebben hierin een spilfunctie. Daar liggen ook kansen, omdat diverse ontwikkelingsregio's economisch goed doorgroeien, met Azië voorop, gevolgd door Afrika en Latijns-Amerika.'

Op welke opkomende landen richten jullie je? Is er concurrentie met ontwikkelingshulp?

'We investeren wereldwijd, in Azië, Afrika, Oost-Europa en Latijns-Amerika, zowel in opkomende landen, zoals Colombia en Georgië, als in frontier markets, zoals Bangladesh en Tanzania. Eigenlijk komen alle landen waar ontwikkelingsbanken actief zijn in aanmerking. Er is geen concurrentie met ontwikkelingshulp, want die richt zich vooral op overheden. Wij focussen op investeringsprojecten in private sectoren.'

Zal de Wtp invloed hebben op de aantrekkelijkheid van jullie strategie?

'Het is nog iets te vroeg om te kunnen beoordelen of de Wtp invloed heeft op onze beleggingscategorie. In landen die al eerder een meer op DC gelijkende omgeving hebben gecreëerd, is de allocatie naar illiquide strategieën wel toegenomen in de portefeuilles. Dat zou ook in Nederland kunnen gebeuren.

Ik denk dat SDG-focused emerging market private debt een goede toekomst heeft, omdat het financieel en maatschappelijk rendement aan elkaar koppelt. In de zomer verwachten we het kapitaal dat ons door de eerder genoemde pensioenfondsen is toevertrouwd, volledig te hebben geïnvesteerd. We zijn inmiddels ook een tweede fonds aan het opzetten. De pijn aan investeringsprojecten doet ons geloven dat onze beleggingsstrategie heel schaalbaar is.' ■

Good governance, de samenleving kijkt mee

Een overmaat aan regelgeving werkt contraproductief.
Financial Investigator sprak met pensioenfondsbestuurder
en docent Ronald Heijn.

Door Lies van Rijssen

'Ik zat in 4 Atheneum. Ik had al twee tienen voor economie gehaald, het enige vak dat ik echt leuk vond, maar als geheel presteerde mijn klas slecht. Onze economieleraar had daarom een bonusvraag aan de eindtoets toegevoegd. Zo kreeg de groep nog een kans. Ik haalde een elf, maar op mijn rapport verscheen een negen. De school gaf geen tienen, omdat je dan net zo goed was als de leraar. Mijn verontwaardiging was zo groot, dat ik bij de conrector mijn beklag ging doen. Tevergeefs.

Juist toen ik naar de HEAO wilde, werd het bedrijf van mijn vader overgenomen. Hij durfde me niet meer toe te zeggen dat hij mijn studie zou betalen. De Wet studiefinanciering was er nog niet. Ik kon het oplossen door een traineeship bij Rabobank te gaan doen. In twee jaar leerde ik alle afdelingen van de bank kennen en één dag per week ging ik naar school. 's Avonds bleef ik economie studeren aan de VU. De financiële wereld, beleggen en de rol van menselijk gedrag daarbij: ik vond het allemaal machtig interessant. Ik werd achtereenvolgens beleggingsadviseur en Hoofd Beleggingen en werkte mee aan de landelijke uitrol van de beleggingsactiviteiten. Daarna, bij SNS REAAL, werd ik Hoofd Private Banking en kwam ik een paar jaar later terecht in het traject voor toekomstige hoofddirectiefuncties. Elk half jaar namen ze me onder de loep om te kijken wat ik niet kon en of dat nog ontwikkelbaar was. Je kreeg dan bijvoorbeeld een of andere interim-managementklus, of een inhoudelijke taak, bijvoorbeeld in de hypotheekketen. Uiteindelijk ken je het hele bedrijf.

Die halfjaarlijkse scan van mijn kunnen is een allesbepalende factor voor mijn arbeidzame leven geworden. Het bracht mij als vanzelf in de routine van een leven lang leren. Daar

en toen heb ik ontdekt hoe inspirerend dat is. Ik leerde overzicht zoeken en vinden, het belang van context zien. Nog altijd wil ik graag weten wat de kop en de staart van een vraagstuk is. Ik ontdekte daar ook dat ik van besturen houd en ik ging begrijpen dat economie een gedragswetenschap is.

Voordat ik later als bestuurder in de pensioensector terechtkwam, heb ik natuurlijk veel gezien in het bankwezen. Ik was daardoor getuige van de aanloopjaren naar de financiële crisis, de overdreven zware target-sturing bij banken, en het groepsgedrag van massaal kopen en verkopen in opdracht van bankdirecties. Ik heb geworsteld met wat ik waarnam, de worsteling bij anderen gezien en de ontsporing van de governance bij banken meegemaakt. Over belangenafweging zoals we die in de pensioensector kennen, heb ik toen nooit iets gehoord.

Op een bepaald moment wilde ik geen onderdeel meer zijn van die wereld. Ik heb van alles onderzocht, zelfs even gespeeld met het idee een jachthaven over te nemen, maar mijn liefde voor de intellectuele uitdaging van de financiële sector en de stakeholders bleef. Ik besloot mezelf het cadeau te gunnen om opnieuw te gaan leren en bood mijn diensten aan bij Nyenrode, wetende dat ik over een uiteenlopende werkervaring en bijbehorende intellectuele bagage beschikte. Ik vroeg geen tegenprestatie voor mijn diensten, alleen dat ik tegelijkertijd mocht leren en opleidingen mocht volgen. Onder die condities heb ik daar twee jaar doorgebracht. Enige tijd

later vroeg Nyenrode me of ik Programmamanager wilde worden. Dat wilde ik en zo werd ik benoemd tot Directeur van het Center voor Finance and Tax, Executive Education, waar de executive opleidingen voor pensioenen, banken,

**'Besturen is zorgvuldig
schipperen tussen
regelgeving en
aanpassingsvermogen.'**

CV

Ronald Heijn



Ronald Heijn is Vicevoorzitter bij Pensioenfonds PGB, Voorzitter van de Raad van Toezicht bij Personeelspensioenfonds APG en Executive Lecturer bij Nyenrode Business Universiteit. Kortgeleden voltooide hij zijn laatste termijn als Bestuurslid en Voorzitter van de Beleggingscommissie bij Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers. Eerder had Heijn uiteenlopende functies bij banken.

verzekeraars, family offices en de belastingdienst waren ondergebracht.

In 2019 vroeg een bevriende hoogleraar me of ik zelf niet zou willen promoveren. Die zomer reed ik naar Oostenrijk om te gaan skiën, wat ik altijd 's zomers doe, en ik realiseerde me dat ik me wel erg was gaan identificeren met mijn rol op Nyenrode. Dat was niet wat ik wilde. Mijn doel was geweest weer een tijdje te kunnen leren, me verder te ontwikkelen. Weer in Nederland kondigde ik aan dat ik terug de praktijk in wilde. Nyenrode bood me een plek aan waar ik wetenschap en praktijk kon combineren. Dat aanbod greep ik met beide handen aan.

Mijn ideale praktijkplek vond ik uiteindelijk bij Pensioenfonds PGB, een uiterst ondernemende pensioenorganisatie waarvan ik de bestuurders had leren kennen tijdens hun heisessie op Nyenrode. PGB heeft lef en durft een andere opstelling te kiezen dan andere pensioenbedrijven.

Ondernemingen die zich volledig laten klemzetten door regelgeving verliezen hun wendbaarheid en ontwikkelingsvermogen. Begrijp me goed, natuurlijk moet je als bestuurder je license to operate hebben en voldoen aan de regelgeving, maar je hebt ook de plicht ervoor te zorgen dat je je kunt blijven aanpassen en de werkgelegenheid kunt borgen van de mensen die voor je werken. Besturen is zorgvuldig schipperen tussen regelgeving en aanpassingsvermogen. Niet elk pensioenbedrijf slaagt daarin.

Ik heb het sociale hart van de pensioensector ontdekt. Ook hier spelen allerlei interessante vraagstukken rond governance en stakeholders. Waar het bankwezen tot 2008 enorm werd gedreven door ego's, zie ik in de pensioensector dat de krachtenverdeling het bijna onmogelijk maakt om te hoog te gaan vliegen. Bij een

klein beroepspensioenfonds kreeg ik een nevenfunctie als eerste externe bestuurder en als voorzitter van de beleggingscommissie.

De financiële sector – banken, verzekeraars, pensioenfondsen – loopt het risico te verschrallen. Uit Brussel komt steeds meer uniformerende regelgeving. De wet- en regelgeving voor banken, verzekeraars en pensioenfondsen begint sowieso steeds meer op elkaar te lijken. De consolidatie van nu wordt gedreven door regelgeving, de toezichthouders, en hun behoefte aan grip. Dat werkt beperkend voor de keuzemogelijkheden van consumenten. Instellingen worden steeds meer op dezelfde manier ingericht en verliezen hun onderscheidende kenmerken. Dat vind ik een vorm van ontsporing door regels. Efficiency en effectiviteit staan haaks op eigenheid. Bovendien bevordert een overvloed aan regels de kans dat je onbedoeld weleens een regel overtreedt.

Door de financiële crisis is de maatschappelijke belangrijke rol van pensioenfondsen weer sterker naar voren gekomen. Het krachtenveld aan meningen over deze maatschappelijke rol varieert tussen uitersten. Van 'pensioenfondsen hebben een fiduciaire plicht en moeten in de eerste plaats de pensioenambitie realiseren' tot 'jullie hebben heel veel geld, zet dat nu in voor het goede'. Het is bijzonder en goed voor de discussie dat hier krachten vanuit zowel wettelijke bevoegdheden als ethiek op ons uitgeoefend worden. Over de uitkomst van die discussie ga ik als bestuurder niet. Ik sta voor het toekomstige inkomen voor deelnemers. Maar zij mogen samen met sociale partners de koers van het vermogen bepalen.

In het verlengde hiervan zie ik leiderschap verschuiven naar social leadership. Je maakt als financiële instelling immers wel deel uit van de samenleving. Het spel tussen het pensioenfonds en de sociale partners vind ik aansprekend. Eerst lijkt dat concept heel lastig en vooral >

‘We hebben heel lang over de Wtp gesproken en moeten ons nu committeren aan de ingeslagen weg.’

vertragend. Maar het zorgt er wel voor dat we als pensioenland wereldwijd een unieke positie hebben.

Recent was ik in Brussel als vertegenwoordiger van de Nederlandse pensioenfondsen. Brussel gaat de IORP-wetgeving herzien. Nog altijd gooit Brussel pensioenfondsen en verzekeraars op één hoop. Maar pensioenfondsen hebben geen commercieel belang, geen businessmodel, geen aandeelhouderswaarde en geen verlies- en winstrekening. Brussel begrijpt het concept gewoon niet goed. Het is daarom een groot goed dat de Fransen nu bezig zijn om IORPs op te richten.

In mijn ogen spelen er momenteel drie grote thema's in de pensioensector. Ten eerste moeten we allemaal onze IT-systemen op orde krijgen voor de transitie naar het nieuwe stelsel. Ten tweede staan sociale partners voor de megaoperatie om op tijd hun beslissingen te nemen en tijdig hun transitieplannen in te dienen bij het pensioenfonds. PGB heeft daarvoor een dashboard gebouwd waarin sociale partners hun keuzes naar aanleiding van hun beraadslagingen kunnen vastklikken. Het voordeel voor ons is dat de transitieplannen van al onze pensioenregelingen daardoor aan de achterkant op elkaar lijken. Het derde thema is dat de aankomende kanteling van het stelsel een volledig andere dienstverlening naar werkgevers en deelnemers met zich mee gaat brengen. We gaan van een aanspraakgestuurde naar een vermogen-gestuurde wereld. Op de ALV van de Pensioenfederatie in juni kan je daar meer over horen. Ik ben uitgenodigd daarover te komen spreken.

Good governance gaat ook over het benutten van alle krachten in een organisatie. Nederland is een van de meest welvarende, maar ook meest innovatieve economieën ter wereld geworden doordat het altijd allerlei nationaliteiten heeft opgenomen. Maar diversiteit lijkt tegenwoordig vooral te gaan over genderdiversiteit. Het is zo veel meer! Diversiteit gaat om vragen als: kent je organisatie een goede balans tussen mensen die kunnen operationaliseren, vernieuwen, optimaliseren, en oog hebben voor klantbelangen? Het gaat ook om culturele diversiteit en strategische diversiteit: een

accountant benadert vraagstukken anders dan een Willie Wortel. De huidige discussie over diversiteit is te smal.

Door mijn werk in de pensioensector en door, nota bene, de AFM, ben ik paternalistischer gaan denken. Als mensen zich er al toe zetten om een financiële planning voor zichzelf te maken, dan verwateren hun goede voornemens over het algemeen weer snel. Een financiële planning maken en je eraan houden is voor individuen ook echt ingewikkeld. Het is daarom goed dat we in Nederland op financieel gebied een aantal zaken collectief georganiseerd hebben.

Achteraf kan ik zeggen dat het moment waarop ik Hoofd Private Banking werd heel bepalend voor me is geweest. Ik was jong, negenentwintig nog maar. De CIO, type pater familias, merkte op dat hij me zo hard zag rennen. ‘Doe dat niet,’ zei hij. ‘Ik betaal je om na te denken of het klopt wat we hier doen.’ Het is mooi om zoiets mee te krijgen van je baas. Of toen de Directeur HR me vertelde dat management development datgene is wat je zelf naar je toetrekt. Dat zijn cadeautjes waar je een leven lang mee doet.

De kracht van ‘samen’, hoe moeilijk samenwerken soms ook is, blijft een belangrijke inspiratiebron voor me. Net als de intellectuele uitdaging van een goede werkomgeving. Het moet ergens over gaan. Voor mij geen chit-chat. Ik zet liever een boom op om een probleem van alle kanten te bekijken.

Ronduit storend vind ik het dat in de pensioensector, ook nu de Wet toekomst pensioenen een feit is, politiek, adviseurs en ook sommige bestuurders over elkaar heen blijven rollen. Ik vind dat beschamend cultureel gedrag van onze sector. We ondermijnen daarmee het vertrouwen en het draagvlak. We hebben heel lang over deze wet gesproken en moeten ons nu committeren aan de ingeslagen weg. Ervoor gaan. We hebben ook ooit de wegenverkeerswet aangenomen. Stel dat ik me nu ineens niet meer wil houden aan de afspraak dat we rechts rijden? ■

Bouwen in vertrouwen

In zijn strijd tegen het prangende woningtekort heeft minister Hugo de Jonge een structureel overleg tussen de overheid en de markt geïnitieerd. Zijn doel is het bevorderen van duurzame samenwerking binnen een gezond investeringsklimaat. Dat begint met bouwen aan vertrouwen.

Een solide fundament van vertrouwen tussen markt en overheid is noodzakelijk voor het welslagen van het initiatief. Vertrouwen is een cruciale, verbindende factor om wederzijdse belangen en perspectieven bij elkaar te brengen. Dat kan volgen uit erkenning en waardering voor wat al is bereikt en waar partijen toe in staat zijn.

Op dit punt is er werk aan de winkel. Want vooralsnog bestaat in de politiek nogal eens de neiging de markt te onderschatten als het gaat om het oplossen van het woningtekort. Daarbij spelen beeldvorming en perceptie een belangrijke rol. Ondanks dat hun huidige bezit van 165.000 woningen misschien maar een fractie lijkt van het totale aantal woningen in ons land, voegen institutionele investeerders bijvoorbeeld wel jaarlijks minimaal 10.000 nieuwe woningen toe. Bovendien spelen zij een cruciale rol in het stimuleren en mogelijk maken van nieuwbouwprojecten, omdat ze een flink deel van de geplande ontwikkeling voortijdig afnemen. En sociale woningen met een onrendabele top kunnen vaak gerealiseerd worden door binnen een gebiedsontwikkeling samen te werken en creatieve oplossingen te vinden, zodat een project toch sluitend kan worden gemaakt. Alle professionele maatschappelijk betrokken marktpartijen zijn nodig om tot 2030 meer dan € 300 miljard investeringskapitaal in te zetten voor de enorme bouwopgave van 1 miljoen woningen.



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Een weg geplaveid met goede intenties en streven naar samenwerking is onvoldoende om de gedeelde doelen en ambities te realiseren. We gaan er pas komen als we de obstakels wegnemen die bouwen aan vertrouwen bemoeilijken. Misvattingen over elkaars doelen, onduidelijkheid over gewenste samenwerkingspartners, het tornen aan een level playing field, en voortdurende wijzigingen in beleid en regelgeving zijn al te lang een rem op de constructieve dialoog die nodig is om te komen tot een gezond investeringsklimaat. En dat is een gemiste kans.

Oplossingen vragen om gepaste haast, waarbij we weliswaar snel moeten handelen maar ook de tijd moeten nemen om elkaar écht te begrijpen en handreikingen te doen op basis van gedeelde belangen. Dat gaat alleen lukken als we stoppen met polariseren en framen, en beginnen met een constructieve dialoog in een sfeer van openheid en transparantie. Laten we daarom met elkaar zorgen dat de investeringsklimaatgesprekken gevoerd worden over de as van vertrouwen, zodat er voldoende kapitaal beschikbaar komt om samen de maatschappelijke doelen, zoals betaalbaarheid, verduurzaming en leefbaarheid, daadwerkelijk te realiseren. We hebben elkaar nodig. Oplossingen vragen van beide kanten dat we over schaduwen heen stappen, elkaars standpunten begrijpen en waardering hebben voor elkaars rol en randvoorwaarden.

Bij het schrijven van deze column moest ik denken aan het gedicht van Amanda Gorman: '...and so we lift our gazes not to what stands between us, but what stands before us. We close the divide because we know, to put our future first, we must first put our differences aside.' ■

Maak beleggingsprestaties inzichtelijk

In het nieuwe pensioenstelsel ligt het beleggingsrisico nadrukkelijk bij de deelnemer. Maar hoe kan de deelnemer de beleggingsprestaties van het pensioenfonds beoordelen? Er is een eenvoudige methode voor het meten van rendement.

Door Anton Kramer

Pensioenfonds hebben de ambitie om nominale pensioenen uit te keren en daarbovenop de pensioenen te laten meestijgen met de inflatie. In de financiële opzet van de meeste pensioenfonds komt de ruimte om te kunnen indexeren voornamelijk uit het overrendement. Dit is het extra rendement op de beleggingsportefeuille ten opzichte van het risicovrije rendement van de verplichtingen. Bij de evaluatie van het beleggingsbeleid wordt in het jaarverslag nauwelijks aandacht besteed aan de realisatie van de ambitie, en daarmee aan het overrendement. De beoordelingsmaatstaf is vaak enkel de beleggingsbenchmark, zonder rekening te houden met de pensioenverplichtingen. De huidige z-score-methode leidt ertoe dat bedrijfstakpensioenfonds kunnen slagen voor de performance-toets, zonder dat dit hoeft te betekenen dat de doelstelling en de ambitie gerealiseerd zijn. Met de transitie naar het

nieuwe pensioenstelsel raken de verplichtingen nog verder buiten beeld: beleggingsrisico's komen bij de deelnemers te liggen. In een DC-systeem met verplichte deelname is het voor de governance essentieel dat er een betrouwbare toets komt die aansluit bij de pensioenambitie die aan de deelnemer is gecommuniceerd. Immers, zonder maatstaf is elk resultaat goed. Door een goede toets is er een reflectie die, als de beleggingsprestaties tegenvallen, tot verbetering leidt. Het vertrouwen van deelnemers zal hiermee toenemen.¹

Z-score: een achterhaald instrument

Het belang van een passende performance-meting kan worden geïllustreerd aan de hand van de z-score voor verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfonds. Voor hen geldt de wettelijke norm om voldoende rendement te behalen. De performance-toets vergelijkt het rendement

van het fonds met het rendement van een normportefeuille, gecorrigeerd voor het beleggingsrisico. De ambitie blijft hierbij buiten beeld.

Waar dit toe leidt, toont Figuur 1. Daarin wordt het cumulatieve overrendement van het bedrijfstakpensioenfonds in de periode 2007-2022 afgezet tegen de gemiddelde z-score over die periode. Een positief overrendement geeft aan dat het pensioenfonds een beter resultaat heeft gehaald dan het risicovrije rendement van de verplichtingen. Een positieve z-score geeft aan dat het rendement beter is dan het rendement van de normportefeuille.

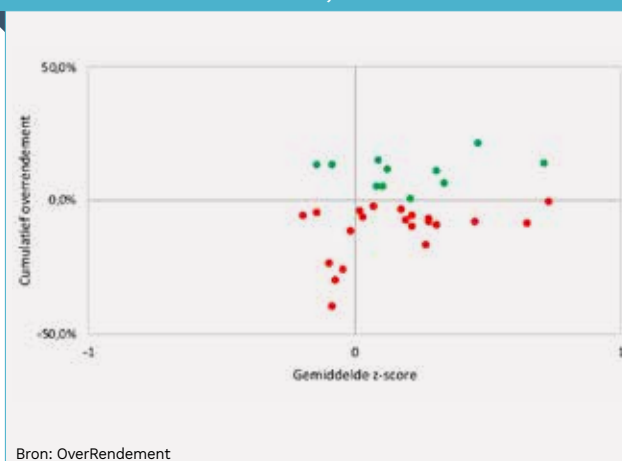
Het is duidelijk zichtbaar dat er een groot verschil is tussen het behalen van de ambitie (overrendement) en het verslaan van de normportefeuille (z-score). Ruim 70% van de gemiddelde z-scores is positief, terwijl slechts 35% van de bedrijfstakpensioenfonds een overrendement heeft behaald.

Er zijn dan ook diverse kritiekpunten op de huidige z-score-toets:

- Er is geen directe koppeling met ambitie.
- De normportefeuille volgt de veranderingen in de strategische portefeuille.
- De actieve, strategische keuzes van het bestuur zijn al verwerkt in de normportefeuille en worden niet getoetst.
- Illiquide categorieën en/of overlay-strategieën hebben geen passende benchmark of het benchmarkrendement wordt gelijkgesteld aan het gerealiseerde rendement, waardoor de effectiviteit hiervan niet wordt getoetst.
- De normportefeuille is niet openbaar en/of afwijkend van de openbare benchmark.
- De berekening is complex en moeilijk te repliceren.

Voor niet-bedrijfstakpensioenfonds zien we eveneens dat vrijwel alle fondsen een beleggingsbenchmark hanteren die geen directe relatie heeft met de ambitie van het pensioenfonds. Pensioenfonds presteren veelal in lijn met de eigen benchmark, terwijl er grote verschillen bestaan in overrendement en daarmee het indexatiepotentieel.

FIGUUR 1: Z-SCORE EN OVERRENDEMENT BEDRIJFSTAKPENSIOENFONDSEN, 2007-2022



Wtp

Met de introductie van de Wtp worden expliciete verplichtingen ingeruild voor impliciete doelstellingen. Voor de methodiek onder de Wtp zien we daarom een aantal belangrijke verbeterpunten:

- Koppel het resultaat aan de uitgesproken pensioenambitie.
- Evalueer het totale resultaat, inclusief alle strategische keuzes.
- Laat de resultaten onafhankelijk toetsen.
- Hanteer een eenvoudige en stabiele normportefeuille.

Lange versus korte termijn

Er dient onderscheid te zijn tussen 'lange' en 'korte' termijn, omdat het essentieel is dat matige prestaties tijdig worden opgemerkt. De langetermijnwaarne-

ming zorgt ervoor dat kortetermijnresultaten in een juist perspectief worden geplaatst. De voorbeelden in Figuur 2 en Figuur 3 illustreren dit.

Op de lange termijn dient het totale rendement van een deelnemer hoger te liggen dan het theoretische beschermingsrendement. Toeslagen worden immers geacht voornamelijk uit dit extra rendement gefinancierd te worden. Toets daarom voor verschillende cohorten in hoeverre een pensioenfonds dit realiseert.

Voor de kortere termijn kan gedacht worden aan een eenvoudige normportefeuille die een combinatie is van het risicovrije beschermingsrendement en het rendement op zakelijke waarden. De gewichten worden bepaald op basis

van de verwachting van de Commissie Parameters en de risicopremie die past bij de ambitie voor het betreffende cohort.

Beide toetsen zijn relevant voor deelnemers: zij mogen verwachten dat fondsen de resultaten van de laatste vijf jaar kritisch laten evalueren om tot verbeteringen te komen.

Bovenstaande toetsmethode is eenvoudig, eerlijk, door deelnemers te begrijpen, en sluit aan bij de ambitie. Verplichte deelneming waarbij de deelnemer het beleggingsrisico draagt, maakt dat de politiek via regelgeving de belangen van deelnemers voorop kan stellen door een passende maatstaf voor te schrijven. ■

¹ Arun Muralidhar, Roland van den Brink, Anton Kramer, Can DC participants trust the competence of Dutch pension funds (IPE April 2024)



Anton Kramer

Mede-Oprichter,
OverRendement

FIGUUR 2: LANGE TERMIJN 2007-2022

Lange termijn 2007-2022	Cohort- grootte	Rendement risicovrij o.b.v. DNB swapcurve	Overrendement Ambitie	Rendement norm- portefeuille
	a	b	c	d (=b+c)
Cohort Gepensioneerden	40%	2.5%	1.5%	4.0%
Cohort Ouderen	40%	4.1%	3.0%	7.1%
Cohort Jongeren	20%	7.8%	4.5%	12.3%
Totaal rendement normportefeuille $\Sigma(a*d)$				6.9%

Bron: OverRendement

FIGUUR 3: KORTE TERMIJN 2018-2022

Korte termijn 2018-2022	Cohort- grootte	Rendement risicovrij o.b.v. DNB swapcurve	Rendement zakelijke waarden (MSCI World)	Theoretische exposure risicovrij	Theoretische exposure zakelijke waarden	Rendement norm- portefeuille
	a	b	c	d	e	f (=b*d+c*e)
Cohort Gepensioneerden	40%	-3.7%	7.7%	70%	30%	-0.3%
Cohort Ouderen	40%	-4.0%	7.7%	50%	50%	1.9%
Cohort Jongeren	20%	-0.8%	7.7%	30%	70%	5.2%
Totaal rendement normportefeuille $\Sigma(a*f)$						1.7%

Bron: OverRendement

IN HET KORT

Beleggingsrisico's komen in het nieuwe pensioenstelsel nadrukkelijk bij de deelnemer te liggen, terwijl deze weinig handelingsperspectief heeft.

Het is noodzakelijk voor het vertrouwen om beleggingsprestaties inzichtelijk te maken.

De huidige z-score en performance-meting sluiten onvoldoende aan bij de doelstelling van fondsen en laat het effect van de belangrijkste beslissingen niet zien.

De voorgestelde methode is een eenvoudige maatstaf die aansluit bij de ambitie van fondsen.

De kracht van Emerging Market Debt is opmerkelijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Beleggen in emerging market debt is interessant door de hoge rentevergoeding, lage inflatie en een aantrekkelijke waardering van lokale valuta's. Emerging markets hebben de COVID-pandemie goed doorstaan en vele zijn erin geslaagd de inflatie naar beneden te brengen door agressieve renteverhogingen. Dat zijn enkele van de conclusies van de Ronde Tafel die Financial Investigator organiseerde over EMD.

Ontwikkelde landen hebben een spaaroverschot en opkomende landen hebben een financieringsbehoefte om de energietransitie te versnellen. Welke rol zien jullie weggelegd voor de private sector in ontwikkelde landen om deze kloof te overbruggen?

Jordy van der Drift: 'We bemerken al enige tijd een toename van activiteiten in opkomende markten gericht op de financiering van de energietransitie. Internationale ontwikkelingsbanken, zoals de International Finance Corporation als onderdeel van de Wereldbank, spelen hierin een onmisbare rol. Deze banken zijn cruciaal voor het ondersteunen van bedrijven in deze markten tijdens hun overgang naar duurzamere bedrijfsmodellen. Ze bieden niet alleen bedrijfsleningen aan, maar financieren ook rechtstreeks projecten voor schone energie. Dit zien we duidelijk terug in onze eigen portefeuille, waar het merendeel zich inmiddels richt op klimaatfinanciering.'

Wim Vandenhoek: 'In het kader van het Klimaatakkoord van Parijs hebben de ontwikkelde landen geld toegezegd aan Development Finance Institutions, DFIs. Wij proberen dat geld te gebruiken om vehikels te creëren teneinde het voor institutionele beleggers als pensioenfondsen acceptabeler te maken om te

investeren in de klimaattransitie in opkomende markten, tegen een aanvaardbaar risico-rendementsprofiel.'

Maurice Lemans: 'De wet- en regelgeving om de energietransitie in de westerse wereld te helpen financieren is al een uitdaging op zich. Recent gaven Nederlandse pensioenfondsen aan meer te willen investeren in de energietransitie, maar dan wel onder de voorwaarde dat er een consistent beleid wordt gevoerd tussen overheid en private sector. Vanuit die gedachte ben ik sceptisch als het gaat om het omvangrijk financieren van de energietransitie in opkomende landen.'

Mark Thurgood: 'Een oplossing is om het op bedrijfsniveau te doen. In India is bijvoorbeeld veel geïnvesteerd in de energietransitie door duurzame energiebedrijven die dollarobligaties uitgaven. De kosten van een Indiaas duurzaam project zijn nu lager dan die van een kolencentrale in India. Er is dus een economische stimulans om de transitie op die manier te blijven maken.'

Melanie Graswinckel: 'Vaak is er in de opkomende landen sprake van zwakke of zwakkere wettelijke kaders. Het is belangrijk dat die aanzienlijk worden verbeterd.'

Vandenhoek: 'Daar is alleen geen tijd voor: dat duurt generaties. Er zijn instellingen of organisaties nodig die, door het bieden van garanties, institutionele beleggers over de streep kunnen trekken.'

Esther Law: 'Internationale bedrijven zoals de onze kunnen mechanismen aanbieden om te helpen privaat kapitaal, en soms ook dat van multilateral development banks, naar de opkomende markten te kanaliseren. En wel in een robuust kader en op een verantwoorde manier.'

Hoe denken jullie over de opkomst van een publieke obligatiemarkt in opkomende en frontier-markten?

Van der Drift: 'Ontwikkelingsbanken hanteren een gefaseerde aanpak in hun financieringsstrategieën. Zij starten vaak met het verstrekken van leningen aan >

Voorzitter:

Raymond van Wersch,
PGGM Investments

Deelnemers:

Jordy van der Drift,
ILX Management
Melanie Graswinckel,
MN
Esther Law,
Amundi
Maurice Lemans,
Auréus
Naki Nartey,
PIMCO
Mark Thurgood,
PGIM Fixed Income
Wim Vandenhoek,
Invesco



VOORZITTER

Raymond van Wersch

Raymond van Wersch is Senior Portfolio Manager bij PGGM, waar hij sinds 2005 werkt. Hij houdt zich binnen het Manager Selectie-team bezig met Global Credit en EMD. Daarvoor heeft hij bij NIBC Asset Management de Europese High Yield-portefeuille opgezet en beheerd. Ook bij APG Asset Management was hij Senior Portfolio Manager European High Yield. Eerder werkte hij bij Achmea en Rabobank. Van Wersch heeft een Master in Business Economics, Corporate Finance van Tilburg University.



Jordy van der Drift

Jordy van der Drift is Head of Portfolio Management bij ILX Management. Tijdens de incubatietijd van ILX was hij tevens Risicomanager voor PIDG. Eerder werkte hij bij Cardano Risk Management en New Frontier Solutions. Van der Drift heeft een MSc Econometrics & Management Science van de Erasmus Universiteit Rotterdam en een BSc Werktuigbouwkunde van de Technische Universiteit Delft.



Melanie Graswinckel

Melanie Graswinckel is sinds september 2023 Senior Fund Manager Fixed Income bij MN. Ze is verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van de Investment Grade Credits- en EMD-portefeuilles. Eerder was ze werkzaam bij Delta Lloyd Asset Management als Portfoliomanager Credits, bij NNIP als Portfoliomanager Private Corporate Debt, en bij DNB als Portfoliomanager Manager Selectie en Monitoring.



Esther Law

Esther Law is Senior Portfolio Manager EMD en Responsible Investing Lead bij Amundi. Ze is ook Co-Chair van de door UN PRI en TPI geleide ASCOR (Assessing Sovereign Climate-related Opportunities and Risks) Framework-werkgroep. Law behaalde haar MSc Mathematical Trading and Finance aan de CASS Business School of City University of London en haar BSc Economie aan de London School of Economics and Political Science.



Maurice Lemans

Maurice Lemans is sinds 2021 Senior Portfoliomanager bij Auréus. Naast het portefeuillebeheer verzorgt hij de communicatie met klanten over beursge-relateerde beleggingen en private markten. Eerder was hij Fundmanager van Rabo Beheerd Beleggen. Lemans begon zijn carrière in 1996 bij Schretlen & Co en was daar onder andere Private Banker, Beleggingsstrateeg en Specialist Structured Products.



Naki Nartey

Naki Nartey is Senior Vice President en Emerging Markets Product Strategist bij PIMCO in Londen. Eerder werkte ze in de Institutional Fixed Income Sales bij BBVA. Daarvoor was ze onder andere Emerging Markets Product Specialist bij J.P. Morgan Private Bank. Nartey heeft een LLB in Rechten en Spaans recht van het University College in Londen.



Mark Thurgood

Mark Thurgood is Principal en Portfolio Manager in het EMD Team van PGIM Fixed Income. Eerder was hij Credit Analyst voor het Emerging Markets Corporate Bond Research Team in Singapore. Voordat hij daar in 2016 begon, werkte hij onder meer bij Saka Capital en RBS. Thurgood begon zijn carrière bij KPMG als faillissementen- en herstructurerings-professional. Hij behaalde een MA Economie aan de Universiteit van Cambridge.



Wim Vandenhoeck

Wim Vandenhoeck is Senior Portfolio Manager bij de Emerging Markets Local Debt- en International Bond-strategieën van Invesco Oppenheimer. Voordat hij in 2015 bij OppenheimerFunds kwam, was hij werkzaam bij APQ Partners, GLG Partners LP, Six Seasons Global Asset Management, Aravali Partners, Havell Capital Management, Bank Brussel Lambert en Paribas Bank. Vandenhoeck behaalde een MBA aan Cornell University.

‘We denken niet dat EMD dit jaar met meer wanbetalingen wordt geconfronteerd.’

bedrijven, maar bereiden deze bedrijven vervolgens voor op het uitgeven van obligaties. Een belangrijk aspect van hun begeleiding is het verbeteren van de ESG-normen van deze bedrijven, wat cruciaal is voor de toekomstige financiering via de kapitaalmarkt.’

Graswinckel: ‘Bij nogal wat opkomende landen ontbreekt het aan een gestructureerd klimaattransitieplan, ondanks dat zij aangeven zich daar wel voor te willen inzetten. Een dergelijk plan zou institutionele beleggers helpen om meer inzicht en comfort te krijgen. Overigens biedt het ook een goede koppeling met soeverein engagement.’

Hoe verleid je privaat kapitaal ertoe om klimaatinvesteringen te financieren die dringend nodig zijn in opkomende landen, maar die door grote institutionele beleggers vaak als te riskant of te klein worden beschouwd?

Lemans: ‘Risicobeperkende instrumenten die je zou kunnen gebruiken zijn garanties en verzekeringsproducten. Blended finance zou een optie kunnen zijn om de risico's te beperken. Vanuit risico-rendementsperspectief denk ik dat de interesse vanuit privaat kapitaal beperkt is.’

Van der Drift: ‘Persoonlijk betwijfel ik of blended finance daadwerkelijk bijdraagt aan de repliceerbaarheid en schaalbaarheid van deze strategieën. Het is cruciaal om in opkomende landen te differentiëren tussen de waarneming van risico en het echte risico. Wij zien bijvoorbeeld dat de werkelijke risico-returnbalans zich in veel gevallen prima verhoudt tot andere asset classes. Duidelijke en transparante data is onmisbaar om de risicoperceptie bij investeerders te kunnen bijstellen. Naar mijn mening kan blended finance veel waarde toevoegen wanneer het specifiek wordt toegepast om grensverleggende investeringen mogelijk te maken die een daadwerkelijk hoger risicoprofiel hebben. Hierbij kan gedacht worden aan de financiering van vernieuwende technologieën of in investeringen in landen met een daadwerkelijk hoog risico. Echter, wij zijn van mening dat blended finance in veel gevallen een te schaars en onnodig

‘In opkomende landen is het essentieel om onderscheid te maken tussen de perceptie van risico en het werkelijke risico.’

product is voor het financieren van klimaatinvesteringen in opkomende markten.’

Vandenhoeck: ‘Ik denk niet dat we op dit moment echt veel alternatieven hebben voor blended finance. Om de markt te ontwikkelen heb je in het begin blended financieringsoplossingen nodig. Het is een kwestie van communicatie en transparantie om het nodige vertrouwen over een aantal jaren op te bouwen teneinde de markt robuuster te maken. Alleen dan kun je de blended finance-invalshoek laten vallen.’

Law: ‘Voordat je investeert in opkomende markten, moet je natuurlijk een due diligence-onderzoek uitvoeren. Als, ondanks onderzoek, sommige opbrengsten van investeringen nog steeds de verkeerde kant opgaan, moet je ze wellicht afstoten. Als we dat allemaal samen doen, is dat een sterk signaal dat er, als het niet de goede kant op gaat, uiteindelijk gedesinvesteerd zal worden.’

Thurgood: ‘Opkomende markten kunnen een uitdaging zijn en daarom is due diligence-onderzoek absoluut nodig om precies te weten wat we kopen. Verder moeten we aan onze klanten kunnen uitleggen waarom we geïnvesteerd hebben en kunnen zeggen dat geprobeerd wordt daarmee een specifieke ESG-doelstelling te halen.’

Graswinckel: ‘Ik denk dat het goed uitleggen van het ‘waarom’ van een investering en het vertalen naar duidelijke doelstellingen voor de klant en andere belanghebbende partijen goed zouden kunnen bijdragen aan het managen van reputatierisico's. Een duidelijke toelichting op hoe investeringen op de langere termijn bijdragen aan >

verbeteringen op dit punt is daarom belangrijk.’

Wat zijn de gevolgen van de recente zwakte van China voor de obligatiemarkten?

Naki Nartey: ‘Historisch gezien is er sprake van een vrij sterke positieve correlatie tussen de groei van China en die van andere opkomende markten. Als China groeit, zie je meestal een stijging van de grondstoffenprijzen, en als China vertraagt, zie je het omgekeerde. Er vindt in opkomende landen veel export van grondstoffen plaats, dus de groei in China is meestal van groot belang. Maar wat we meer recent hebben gezien, is dat de beta tussen de groei in China en die in andere opkomende markten kleiner is geworden, en meer recent negatief. In 2022 en 2023 was er sprake van een sterkere groei in veel opkomende markteconomieën, terwijl China vertraagde. Niemand weet wat er in de toekomst gaat gebeuren, maar de boodschap die we onze klanten meegeven, is dat er in ieder geval op korte termijn sprake is van een zekere ont koppeling tussen de Chinese economie en de sterke groei van emerging markets als bijvoorbeeld India. Maar China groeit nog steeds en er is geen reële kans op een recessie. We verwachten niet dat de vertraging van de Chinese economie grote negatieve impact zal hebben op de rest van de opkomende markten.’

Thurgood: ‘Omdat China zo groot is, is de netto impact van de vertraging nog steeds vrij goed zichtbaar. Verder kon je een impact zien op de psychologie van de Aziatische obligatiemarkt, omdat Aziatische beleggingsfondsen worstelden met negatieve performances en uitstromen. De overgang van Azië van een op leningen gebaseerd systeem naar een kapitaalmarktstelsel is daarom een beetje tot stilstand gekomen. Dit heeft op de obligatiemarkten onder andere geleid tot

hernieuwde belangstelling voor landen als India, Indonesië en Maleisië.’

Wat zijn de gevolgen voor de asset class indien Donald Trump wordt herkozen?

Nartey: ‘Een herverkiezing van Trump zou wereldwijde impact hebben, niet alleen in opkomende landen. Als er een verhoging van de Chinese importtarieven zou komen, zou dat vergeldingsmaatregelen van China kunnen uitlokken. Dat kan inflatoir werken en een handelsoorlog veroorzaken. Bezien vanuit de asset class EMD is er dus sprake van een geopolitiek risico.’

Graswinckel: ‘Als Trump weer president wordt, bestaat de vrees dat hij zich in zijn beleid vooral op de Verenigde Staten zal richten en zich daardoor afwendt van de rest van de wereld. Zo zou hij mogelijk ook willen bezuinigen op de Amerikaanse bijdrage aan het IMF en de Wereldbank, met alle negatieve gevolgen voor opkomende landen van dien.’

Vandenhoeck: ‘De inzet van het begrotingstekort heeft de productiviteit in de VS verhoogd en ervoor gezorgd dat het land het economisch steeds beter blijft doen. Ik denk dat de hoeveelheid geld die is uitgegeven, maar ook de manier waarop het is uitgegeven, de VS en de Amerikaanse dollar onder Joe Biden sterk houden. Denk aan de subsidie voor de groene transitie, die verankerd is in de Inflation Reduction Act. Een herverkiezing van Trump zou investeerders aan het twijfelen kunnen brengen over de VS als veilige haven. Met een president die met name gericht is op het binnenlandse belang, zou de Amerikaanse dollar aanzienlijk kunnen verzwakken. Als de rentetarieven hoog zijn, kan de totale rentelast andere balansposten overschaduwen. Anders hol je uiteindelijk je potentieel uit.’

Graswinckel: ‘Is die verzwakking voornamelijk het gevolg van een gebrek aan vertrouwen?’

Vandenhoeck: ‘Gedeeltelijk, maar het heeft ook te maken met de effectiviteit van de investeringen. De VS heeft nu een staatsschuld van ongeveer 120% van het bbp. Door de toekomstige rentebetalingen

‘De Amerikaanse dollar fungeert als veilige haven en op dit moment is er helaas geen alternatief.’

daarover kom je terecht in een vicieuze cirkel, waardoor toekomstige investeringen worden uitgehold.'

Lemans: 'De hamvraag is of de VS nog uitzonderlijker kan zijn dan nu om de dollar in de opwaartse trend te houden. Ik denk dat Trump op termijn weinig invloed heeft op de dollarkoers.

Opmerkelijk is de kracht van EMD met een dollar die alleen maar sterker is geworden. Dat zegt iets over de interesse in deze beleggingscategorie.'

Zijn de aanhoudende uitstromen uit EMD-beleggingsfondsen zorgwekkend voor de toekomst van de beleggingscategorie? Of zien jullie ondanks dit fenomeen nog steeds ruimte voor de markt om te groeien?

Nartey: 'Het lijkt geen twijfel dat de laatste jaren voor EMD-beleggingsfondsen wat betreft de in- en uitstroom heel lastig zijn geweest. In 2022, het slechtste jaar qua uitstroom, verliet \$ 90 miljard de beleggingscategorie, min of meer gelijk verdeeld over harde en lokale valuta. Vorig jaar ging het om circa \$ 34 miljard, waarvan \$ 25 miljard harde en ongeveer \$ 9 miljard lokale valuta. Hoewel het beeld van de in- en uitstroom van EMD-fondsen negatief is, is dit niet het hele verhaal. Wij zien interesse van klanten in de asset class en denken dat die zal blijven en zal groeien. We raden beleggers aan om niet alleen naar het plaatje van in- en uitgaande kapitaalstromen te kijken, omdat dat niet het complete verhaal vertelt.'

Thurgood: 'Daar ben ik het mee eens, ik zie het negatieve stroombeeld soms een beetje als een afleiding, omdat je inderdaad niet het hele verhaal te zien krijgt. Kapitaalstromen in en uit EM komen van verschillende beleggers, niet alleen van retail-fondsen, en daarom heeft het beeld van de in- en uitstroom wel enige waarde, maar creëert het waarschijnlijk meer onzekerheid dan dat het je helpt.'

Law: 'De Amerikaanse dollar fungeert als veilige haven en op dit moment is er helaas geen alternatief. We hoopten allemaal dat de euro dat op een gegeven moment zou worden, maar die is slechts

'Bij nogal wat opkomende landen ontbreekt het aan een gestructureerd klimaattransitieplan.'

een enigszins concurrerende valuta geworden. Niettemin zijn er partijen die wat meer exposure naar opkomende markten willen hebben. Wat ik ook heb gezien, is dat sommige nationale pensioenfondsen aan het mandaat in Amerikaanse dollars meestal ook wat wereldwijde EMs hebben toegevoegd. Ik denk dat dit de markt ook tactisch zal ondersteunen.'

Hoe zullen mogelijke verschuivingen in nationaal beleid naar meer protectionistische regimes, in een jaar met veel lokale en nationale verkiezingen, de asset class beïnvloeden? Gaan we naar een wereld met twee of drie financiële systemen: een gebaseerd op de Amerikaanse dollar, een op de Chinese munt en een op het Midden-Oosten?

Vandenhoeck: 'Voor de nabije toekomst zal de Amerikaanse dollar de reservevaluta blijven. Er zijn eigenlijk nauwelijks alternatieven. Wellicht ontstaan er wat kleinere blokken, maar die zullen eenmalig en niet duurzaam zijn.'

Lemans: 'Als investeerders meer gaan nadenken over investeren buiten de Amerikaanse regio, zou dat betekenen dat er scheurtjes komen in het vertrouwen in de Amerikaanse economie en de Amerikaanse dollar. Het punt is echter dat dat, zoals het er macro-economisch nu naar uitziet, niet gaat gebeuren. Het financiële systeem draait grotendeels om de Amerikaanse dollar en dat zal niet snel veranderen.'

Vandenhoeck: 'In het begin van deze eeuw domineerde China de emerging markets. Maar in de afgelopen tien jaar is de afhankelijkheid van China verminderd. De binnenlandse markten hebben zich ontwikkeld en kunnen zichzelf, ongeacht externe factoren. Er is een aanzienlijke >

verbetering opgetreden in de institutionele kracht in veel opkomende markten: ze zijn in staat om weerstand te bieden.’

Graswinckel: ‘Dit heeft er ook toe bijgedragen dat veel centrale banken in opkomende landen meer hun eigen, onafhankelijke monetaire beleid zijn gaan voeren. Op sommige vlakken zijn die institutionele krachten de afgelopen decennia verbeterd.’

Vandenhoeck: ‘Ja, er is vanaf de jaren negentig van de vorige eeuw een institutionalisering van instellingen en processen geweest, met hulp van sommige supranationale organisaties. Dat zie je nu ook gebeuren met de steun van het IMF aan Egypte. Soms moeten er moeilijke keuzes worden gemaakt, en als politici dat niet willen of daar niet toe in staat zijn, haal je er iemand anders bij, zoals het IMF. Je verandert de manier waarop zaken worden gedaan en mede daardoor is in de afgelopen kwart eeuw veel vooruitgang geboekt. Dat is tot op zekere hoogte een tegenwicht voor de populisten.’

Actieve of passieve implementatie van een EMD-allocatie?

Nartey: ‘Wij zijn van mening dat actief beheer in opkomende markten een goed idee is en niet alleen omdat we actieve managers zijn. Onderzoek toont aan dat actief beheer daadwerkelijk een positief effect heeft op het rendement. Als je kijkt naar het mediane rendement van de actieve manager in harde of lokale valuta versus dat van de passieve manager, dan presteert de actieve manager beter. De reden is dat de beleggingscategorie EMD heel inefficiënt is. Het is nogal duur om te repliceren, omdat de handelskosten in opkomende landen hoger zijn dan in ontwikkelde markten. Er zijn andere kosten, zoals belastingen, die niet in de index worden weerspiegeld en die je als belegger moet dragen, vooral aan de lokale kant. Actieve managers kunnen

dingen doen om dit te verminderen. Wij kunnen bijvoorbeeld gebruikmaken van derivaten om exposure te krijgen, wat de handelskosten en ook de belastingen kan reduceren. Het gaat om een omvangrijke beleggingscategorie die veel kansen biedt. Wij hebben het gevoel dat er veel inefficiënties zijn die kunnen worden benut vanuit een actieve beleggingsbenadering.’

Thurgood: ‘De verscheidenheid aan emittenten binnen EMD betekent dat je actief en wendbaar kunt zijn en niet gedwongen wordt iets te kopen alleen omdat het in de index zit. Naarmate de markt groeit, groeien ook de mogelijkheden om te handelen in relatieve waarde op basis van fundamenteel bottom-up onderzoek.’

Lemans: ‘Een actieve manager kan waarde toevoegen vanwege die inefficiënties, hoge kosten en volatiliteit. Daarmee is er een grotere kans op het behalen van alpha. De ervaring leert wel dat het behalen van alpha vaak een tijdelijk fenomeen is. Het selecteren van de juiste managers blijft daarom lastig.’

Nartey: ‘Hoewel actief beheer zinvol is in zowel harde als lokale valuta, is er een verschil in de gemiddelde mate van outperformance tussen de twee asset classes. Lokaal is waar je het grootste voordeel hebt van actief versus passief beheer. Beleggers die nieuw zijn op de markt voelen zich echter het meest op hun gemak als ze beginnen met beleggen in harde valuta.’

Graswinckel: ‘Actief beheer heeft zeker de voorkeur bij deze asset categorie. Maar de omvang van een institutionele belegger is natuurlijk ook van belang. In hoeverre kan die kostenefficiënt actief beheer laten voeren, hoe ziet diens risicobereidheid eruit, et cetera. In dat opzicht kan ik me voorstellen dat een kleinere belegger passief beheer zou kunnen overwegen.’

Lemans: ‘Wij geven de voorkeur aan lokale valuta omdat we onder meer denken dat de valuta's ondergewaardeerd zijn versus de US dollar.’

‘EM zou een structureel onderdeel van elke wereldwijde beleggingsportefeuille moeten zijn.’

Nartey: ‘Het hangt af van de risico-factoren waar je naar op zoek bent. Is dat spreadrisico, dan ga je richting leningen in harde valuta’s. Wij geven op dit moment in de cyclus de voorkeur aan lokale valuta. We denken dat debt in harde valuta het ook goed kan doen, maar dat lokale valuta’s het in zich hebben om beter te presteren, aangezien veel landen in hun monetaire beleidscycli verder zijn dan ontwikkelde markten. Sommige beleggers zijn echter gewoon op zoek naar diversificatie weg van het dollarrisico en het spreadrisico van ontwikkelde markten. Daarom alloceren ze naar harde valuta.’

Vandenhoeck: ‘De credit spreads compenseren naar mijn mening op dit moment het risico niet en dus zul je niet presteren of vermogenswinsten behalen als de duration in de VS zal stijgen terwijl de credit spreads zullen toenemen.’

Van der Drift: ‘Je kunt je afvragen of de uitsluiting van steeds meer landen door institutionele beleggers uiteindelijk zal leiden tot problemen bij het opbouwen van de noodzakelijke diversificatie in je lokale valutaportefeuille.’

Nartey: ‘Er zijn enkele landen die je als controversieel zou kunnen omschrijven en waar beleggers niet in willen investeren, maar dan houd je nog steeds een behoorlijk aantal in de lokale index over van bijna twintig landen.’

Vandenhoeck: ‘Mijn portefeuille is sterk geconcentreerd in deze liquide EMs. Er zijn genoeg mogelijkheden voor een adequate portefeuilleconstructie.’

Wat zijn voor 2024 de vooruitzichten ten aanzien van de performance van EMD?

Lemans: ‘Vorig jaar was goed, terwijl de dollar vrij sterk was. Het lijkt me uitzonderlijk dat we dit jaar een herhaling krijgen.’

Nartey: ‘Wij zijn erg positief over EM, zowel wat harde als lokale valuta aangaat. We hebben op dit moment in de cyclus een voorkeur voor lokaal. EM-landen hebben het goed gedaan door COVID te doorstaan, en vele zijn erin geslaagd de inflatie naar beneden te brengen met

‘Het financiële systeem draait grotendeels op de Amerikaanse dollar en dat zal niet snel veranderen.’

agressieve renteverhogingen. Nu bereiken ze het gebied van renteverlagingen. De EM-groei is relatief sterk en de rendementen zijn nog steeds vrij hoog. Aan de lokale kant heb je ook kans op een FX-appreciatie. Zelfs als de dollar nog sterker wordt, zijn er nog steeds aantrekkelijke valuta’s die beter kunnen presteren. Er blijven manieren bestaan om positieve rendementen te behalen met zowel duration als FX aan de lokale kant.’

Thurgood: ‘Na een woelige tijd voor EM heb ik het gevoel dat er meer consensus is over de struggling names. We denken niet dat EMD dit jaar met meer wanbetalingen wordt geconfronteerd. We zijn waarschijnlijk door de cyclus van wanbetalingen heen en bevinden ons op het herstelpad.’

Vandenhoeck: ‘Ik denk dat we tegen het einde van de cyclus lopen, waar we weten dat staatsobligaties met de laagste rating goed beginnen te presteren. We komen op een punt waarop we kopen, omdat dit het enige is wat potentiële rendementen oplevert.’

Zijn er nog afsluitende overwegingen die jullie willen delen?

Law: ‘Er zijn nogal wat redenen om in EMD te investeren. Misschien moeten we wel selectiever zijn dan vóór COVID: het betreft niet iets dat je blind kunt kopen. Maar dat gezegd hebbende, denk ik dat de interesse zal terugkeren als het korte einde van de Amerikaanse curve lager corrigeert. Er is nog steeds sprake van enorme pijplijnen, dus dat wordt interessant. Het gaat niet alleen om het uitgeven van obligaties, maar ook om de technische assistentie die de emittenten verlenen en om de respons die een positieve impact heeft. Dat is allemaal bemoedigend, net als meer samenwerking tussen vermogensbeheerders en asset owners.’

‘Er is een aanzienlijke verbetering opgetreden in de institutionele kracht in veel opkomende markten.’

Nartey: ‘Wij zijn erg positief over opkomende markten, omdat we denken dat het een beleggingscategorie is met kansen op de korte, middellange én lange termijn. Het zou een structureel onderdeel van elke wereldwijde beleggingsportefeuille moeten zijn. Het moet niet iets zijn dat beleggers als een tactisch spel beschouwen. Wij denken dat het zinvol is om een meer flexibele portefeuille te hebben. Het gaat ook om een groeiende beleggingscategorie wat betreft het aantal emittenten en landen in de index.’

Graswinckel: ‘Binnen EMD kan ook een goede invulling worden gegeven aan duurzaamheidsthema's. Het aantal initiatieven op dit vlak groeit en verschillende opkomende landen beginnen de voordelen van een constructieve dialoog met beleggers te erkennen. Door de transparantie en duurzaamheid te vergroten, kan in de toekomst echt een verschil worden gemaakt.’

Lemans: ‘Ik denk dat de vraag waar we vandaag mee begonnen, ‘Kunnen we de energietransitie in EM financieren?’, een heel lastige is. Vooral omdat we, zowel nationaal als internationaal, nog worstelen met een consistent beleid tussen overheid en private sector. Maar positief blijft dat beleggen in EMD interessant is. Dat komt door de hoge rentevergoeding in combinatie met een lage inflatie en een aantrekkelijke waardering van de valuta's aldaar.’

Thurgoood: ‘Ik denk niet dat je een ESG-strategie hebt als je niet investeert in

opkomende markten, omdat je daar de grote verschillen kunt maken. Het is van essentieel belang dat wordt uitgelegd wat opkomende markten vandaag de dag zijn. Die zijn heel anders dan twintig jaar geleden. Er is een educatief proces nodig om uit te leggen dat deze landen veel veerkrachtiger en meer ontwikkeld zijn dan de meeste mensen denken.’

Vandenhoeck: ‘Er is in de opkomende markten een lange weg afgelegd. Als je kijkt naar waar de meeste volatiliteit in de afgelopen 18 tot 24 maanden was, dan zat die in ontwikkelde markten en niet in opkomende. Dus ik denk dat opkomende markten, gezien de hoge inkomsten en de diversificatie, onderdeel zouden moeten zijn van ieders beleggingsportefeuille. Het zogenoemde momentum van een land is belangrijk, want uiteindelijk wil je investeren in een land waar je de grootste impact hebt vanuit een ESG-perspectief. De beleggingscategorie geeft je in ieder geval de mogelijkheden om goed te presteren.’

Graswinckel: ‘Een belangrijk maar meer theoretisch vraagstuk is op welk moment een belegger zou moeten besluiten uit EMD te stappen en wanneer harde valuta maar ook lokale valuta te duur worden.’

Vandenhoeck: ‘Ik zou willen dat er een moment kwam waarop alle asset classes in opkomende markten (rente, valuta, credit) rijkelijk worden verhandeld. Dat heb ik echter nog nooit gezien, dus moeten we handelen op basis van onze feiten.’

Nartey: ‘Met zoveel landen is EMD een omvangrijke beleggingscategorie. Het voordeel van actief beheer is dat er altijd wel iets interessants aan de hand is, of het nu aan de lange of aan de korte kant is.’

Thurgoood: ‘EM Investment Grade-curves zijn nu vaak vrij steil. Dus je krijgt in ieder geval meer betaald om dat curverisico te lopen in EM- versus DM-debt.’ ■

IN HET KORT

Internationale ontwikkelingsbanken zijn cruciaal voor het ondersteunen van bedrijven in opkomende markten tijdens hun overgang naar duurzamere bedrijfsmodellen.

De vertraging van de Chinese economie zal waarschijnlijk geen belangrijke negatieve impact hebben op de rest van de opkomende markten.

Een herverkiezing van Trump kan de Amerikaanse bijdrage aan het IMF en de Wereldbank verminderen, met negatieve gevolgen voor opkomende landen.

Actief beheer in opkomende landen heeft een positief effect op het rendement.

Ook binnen EMD kan een goede invulling worden gegeven aan duurzaamheidsthema's.

Illiquide uitverkoop?

Onder de Wtp migreren we naar individuele pensioenvermogens met een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Individueel en illiquide gaan echter lastig samen. Want hoe kan er effectief worden bijgestuurd als er geen markt voor illiquide beleggingen is?

Op het eerste gezicht lijkt er voor illiquide beleggingen onder de Wtp geen plaats. Stroperige transacties maken tijdig bijsturen onmogelijk en ondoorzichtige prijsvorming betekent dat herverdeling van pensioenvermogen bij iedere transactie op de loer ligt. Bij een te hoge waardering profiteert de verkopende deelnemer en heeft de ontvangende deelnemer het nakijken. Betekent dit dat pensioenfondsen afscheid moeten nemen van hun illiquide beleggingen? Ligt een massale uitverkoop van vastgoed, hypotheek en private equity in het verschiet?

De huidige case voor illiquide beleggingen bestaat op hoofdlijnen uit twee argumenten. Het eerste argument is het aantrekkelijke risico-rendementsprofiel. Illiquide beleggingscategorieën bieden risicopremies die niet beschikbaar zijn op de reguliere beurzen. En dat met een aanzienlijk lagere volatiliteit dan op de liquide markten. Voor beleggers is dat een aantrekkelijke propositie. Het tweede argument is diversificatie. Door illiquide beleggingen toe te voegen, worden risico's in de portefeuille beter gespreid en is deze over het algemeen beter bestand tegen turbulentie op de financiële markten. Deze twee argumenten veranderen door de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel niet. De eigenschappen van private equity zullen net zo min worden beïnvloed door de Nederlandse pensioen transitie als dat het weer wordt beïnvloed door het aantrekken van een regenjas.



Door **Reinout van Tuyl**, Investment Strategist bij Achmea Investment Management en Lid van de Werkgroep Alternative Investing van CFA Society Netherlands

Maar er is straks sprake van individuele pensioenvermogens. Handelen op niet-marktconforme prijzen is dan een potentiële bron van vermogensoverdracht. Dat is juist iets waarvan de wetgever heeft gesteld dat het voorkomen moet worden. Illiquide beleggingen worden niet frequent gewaardeerd. Daarnaast wordt er gebruikgemaakt van taxaties en zelden van transactieprezen. Dat maakt impliciete verschillen tussen de pensioenadministratie en de marktomstandigheden onvermijdelijk. Als in de pensioenadministratie exposure naar illiquide beleggingen van de ene deelnemer naar de andere wordt overgemaakt, is enige vorm van impliciete vermogensoverdracht onvermijdelijk.

Gelukkig kan Nederland bij dit probleem putten uit buitenlandse ervaringen met DC-regelingen. Voorbeelden uit de Verenigde Staten laten zien dat de modelmatige waardering van vastgoed kan helpen om mogelijke waarderingsgaten te dichten. De Amerikaanse modellen sluiten zó goed aan, dat het verschil tussen model en de officiële waarderingen per kwartaal slechts één basispunt bedraagt. Ook voor het beheersen van liquiditeit op portefeuille-niveau zijn er tal van best practices. Een portefeuille met een illiquide kern en een liquide schil maakt het mogelijk om deze te kopen en te verkopen zonder dat de liquiditeit van de portefeuille in het geding komt.

Dus lijkt de eerste aarzeling over illiquide beleggingen bij nader inzien onterecht. Illiquide beleggingen blijven qua beleggingseigenschappen onverminderd aantrekkelijk. Vermeende problemen kunnen het hoofd worden geboden door gebruik te maken van de inzichten uit het buitenland en door deze te combineren met voldoende liquiditeit elders in de portefeuille. ■

'We are seeing opportunities in markets such as Egypt and Nigeria.'

more developed EMs were able to weather this volatility without too much of an impact demonstrates how much these economies have progressed.

Positive expectations for global economic growth makes for a fairly constructive backdrop for EM debt in 2024. But EMs will still likely have to navigate a data-dependent Fed, a fairly strong US dollar and a busy global election calendar.

Core EM countries

Recent EM inflation reports have exceeded expectations due to increased food prices, although the underlying trend of core disinflation remains broadly unchanged. This should allow EM central banks to credibly cut policy rates. If the first Fed cut gets delayed beyond market expectations, some Asian central banks might also postpone the start of their easing, but many EMs should still be able to keep cutting as planned provided financial conditions stay supportive.

Falling EM interest rates should provide a duration tailwind for local currency debt holders.

We currently favour owning some local duration in countries in which inflationary pressures continue to abate and monetary policies become more accommodative. Many of these are in Latin America, including in Brazil and Mexico.

Central banks in Asia are likely to cut rates later than the rest of the EM world and Asian local currency debt tends to be more correlated with global markets, but we see duration opportunities in Indonesia and South Korea.

We have generally seen less opportunities in Central and Eastern Europe, although duration in Poland is looking more attractive given relatively high carry, low foreign ownership and exchange rate tailwinds amid a relatively strong balance of payments.

Within hard currency debt, spreads are fairly tight within the core EM economies, but if there is a US recession, US dollar duration should offset the impact of spread widening on returns. These holdings also provide diversification benefits. Examples of some of higher-rated credits in which we have conviction include South Korea and Mexico.

We also find value in some corporate dollar issuers. Fundamentals within EM corporates look to be in better shape as EM corporate treasurers have for the most part taken a more prudent approach to borrowing. The geographic representation and risk structure of EM corporates is quite different from sovereigns, and so provides an element of diversification. Shorter-dated investment-grade bonds inside the corporate world have proved quite resilient during times of volatility and can help with defensive positioning.

Frontier economies

Lower US rates should reduce external financing pressures on frontier economies and also encourage investors to look towards the lower-rated economies in their search for yield, but frontier economies will continue to face headwinds from lingering dollar strength and higher US rates.

With hard currency debt, spreads are still relatively wide, offering a significant valuation cushion in many cases. Meanwhile, recent restructuring proposals have been relatively bondholder-friendly and the IMF has continued to provide financing even where there have been sustainability concerns (for example in Pakistan).

EM local currency debt markets have traditionally been limited to countries further along the development path, that have made progress in reducing inflation, encouraging domestic savings, and establishing local capital markets. In recent years, the number of sovereigns that have been able to issue debt in their own currencies has grown. These frontier issuers can offer attractive returns that are often uncorrelated with more mainstream EM local rates markets. However, they also come with higher risks, requiring a view on the credit as much as the rates and currency components of the investment decision. We are seeing opportunities in markets such as Egypt and Nigeria, where central bankers seem to be delivering on reforms, including significant devaluations in their respective currencies. ■



Jeremy Cunningham

Investment Director,
Capital Group

SUMMARY

A split EM landscape has emerged: higher-rated core EM nations versus lower-rated frontier economies.

Lower-rated EMs saw a sharp increase in the cost of financing, while many developed EMs can withstand any volatility.

Latin America (Brazil, Mexico) and Asia (Indonesia, South Korea) offer duration opportunities. Corporate EM bonds also show resilience.

Frontier economies will continue to face headwinds. However, frontier issuers such as Egypt and Nigeria can offer attractive, uncorrelated returns.

Microfinanciering: hoge impact en lage correlatie

Microfinanciering heeft de afgelopen decennia een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Volgens Tim Crijns, Fondsbeheerder van Triodos Microfinance Fund, onderscheidt de beleggingscategorie zich door een lage correlatie met andere beleggingen. Financial Investigator sprak met hem.

Door Michiel Pekelharing

Het fonds van Crijns is een van de beleggingsoplossingen die bijdragen aan het zeer duurzame imago van Triodos Investment Management. Hij vertelt hoe microfinanciering zich als beleggingscategorie heeft ontwikkeld tot een volwaardige toevoeging voor elke beleggingsportefeuille.

In de beleggingswereld hebben opkomende markten de naam relatief risicovol te zijn. In hoeverre klopt dat beeld en hoe ga je als belegger slim om met dat risico?

‘De risico’s zijn genuanceerder dan je zou denken wanneer je de kranten openslaat. De oorlog van Rusland in Oekraïne en de oplopende spanning in het Midden-Oosten trekken de aandacht. Maar de opkomende wereld bestaat uit een grote, gevarieerde groep economieën met allemaal hun eigen, unieke kenmerken.

Uiteraard is India de talk-of-the-town, maar ook een economie als die van Mexico is heel robuust geworden en draait goed. In de Kaukasus en Centraal-Azië profiteren de economieën van respectievelijk Georgië en Kazachstan juist van een kapitaalvlucht uit het grote buurland en van gestegen energieprijzen. Het is dus van groot belang om niet

alle opkomende landen over één kam te scheren en om als belegger heel goed je huiswerk te doen.’

Hoe risicovol zijn investeringen in microkredieten zelf?

‘Het is alweer een hele tijd geleden dat beleggers microfinanciering afficheerden met liefdadigheid. Inmiddels hebben institutionele beleggers wel door dat we een professioneel en commercieel fonds zijn dat een goed financieel rendement moet halen. In de afgelopen 25 jaar heeft microfinanciering zich ontwikkeld tot een volwassen beleggingscategorie. Bij Triodos Investment Management hebben we een sterk track-record opgebouwd en je ziet nu dat steeds meer partijen actief worden op deze markt.

Voor de duidelijkheid: Triodos Microfinance Fund verstrekt zelf niet rechtstreeks leningen. In plaats daarvan investeren we in lokale microfinancieringsinstellingen en mkb-banken, die vervolgens leningen verstrekken aan kleinschalige bedrijven, zoals winkels, productiebedrijven en lokale boeren. Wij lichten deze financiële instellingen zowel financieel als operationeel helemaal door. Het is belangrijk dat deze instellingen hun financiële cijfers goed op orde hebben, maar ook dat de interne governance en operationele capaciteit goed op orde is. De kwaliteit van het management is cruciaal.

Het terugbetaalpercentage van de eindklanten van de microfinancieringsinstellingen die wij selecteren, ligt heel hoog, vaak tussen 95% en 99%. En als er toch enkele tegenvallers zijn, hebben de instellingen waarin we beleggen bijna altijd voldoende buffers om die op te vangen.’

Welke rol kan jullie fonds spelen in een bredere portefeuille?

‘We zien dat meer en meer investeerders vanuit diversificatie-overwegingen ons fonds toevoegen aan een portefeuille. Het fonds kent een stabiel langjarig rendement met een extreem lage correlatie met andere beleggingscategorieën. Het resultaat wordt vooral heel sterk bepaald door de lokale, reële economie, in plaats van de ontwikkelingen en het sentiment op internationale financiële markten. Tijdens de financiële crisis van 2008 presteerde microfinanciering bijvoorbeeld goed. En tijdens de coronapandemie werd microfinanciering weliswaar geraakt door lokale lockdowns, maar veerde het weer direct op toen de lockdowns werden opgeheven. Je ziet dan ook steeds vaker dat grote vermogensbeheerders op basis van de

‘We investeren in lokale microfinancieringsinstellingen en mkb-banken, die vervolgens leningen verstrekken aan kleinschalige bedrijven.’

gunstige diversificatiekenmerken heel gericht positie kiezen in microfinanciering.'

Welke marktonwikkelingen trekken momenteel de aandacht?

'De laatste tien jaar is financiële technologie, fintech, een steeds grotere rol gaan spelen binnen de wereld van microfinanciering. In opkomende landen heeft een heel groot deel van de bevolking geen bankrekening. Maar door de opkomst van smartphones is het veel makkelijker om microfinanciering te verstrekken zonder tussenkomst van traditionele financiële instellingen. Nieuwe vindingen komen bovendien steeds vaker uit de koker van lokale spelers in plaats van de grote westerse technologiebedrijven. In India, Kenia en Colombia zijn echte tech-hubs ontstaan. Dankzij de slimme inzet van fintech-innovaties kunnen investeringen sneller en beter op de juiste plekken terecht komen.

Een mooi voorbeeld is het Mexicaanse Garantia, dat medische apparatuur financiert voor lokale doktersklinieken. Als een kliniek op het platteland bijvoorbeeld een röntgenapparaat aanschaft, is er vaak een hele papierwinkel nodig voor de lening-aanvraag bij de bank. Garantia heeft toegang tot het platform waar de klinieken een offerte aanvragen voor nieuwe apparatuur. Aan de hand van de gegevens op die offerte kan Garantia heel snel bepalen of de kliniek in aanmerking komt voor een lening.

Een ander mooi voorbeeld is het Zuid-Afrikaanse UsPlus, dat werkkapitaal verschaft aan het mkb door facturen voor te schieten. Met speciale software analyseert deze fintech de gegevens van potentiële klanten om te beoordelen of ze in aanmerking komen.'

Hoe ziet de balans tussen risico, financieel rendement en maatschappelijke impact eruit bij Triodos Microfinance Fund?

'Bij mogelijke investeringen kijken we eerst naar het risico. Daarvoor hebben we een eigen tool ontwikkeld die aan de hand van meer dan 20 indicatoren de interne kredietrisicoscore bepaalt. Van de meeste partijen waarin we beleggen is namelijk geen officiële rating beschikbaar. Het risico bepaalt vervolgens het minimale rendement dat een belegging in onze ogen moet behalen. Zo bouwen we een portefeuille op met een gebalanceerde mix van leningen met lagere en hogere risico-rendementsverhoudingen. Langjarig lag het financieel rendement na



CV

Tim Crijns

Tim Crijns is sinds 2016 Fondsbeheerder van Triodos Microfinance Fund. In de jaren daarvoor had hij verschillende rollen binnen Triodos Investment Management en Triodos Bank. Hij is lid van de Raad van Commissarissen van 3Bank in Servië. In deze rol is hij betrokken bij de strategische ontwikkeling van deze microfinancieringsbank. Sinds 1 maart 2024 is Crijns ook Fondsbeheerder van Triodos Emerging Markets Renewable Energy Fund.

af trek van kosten stabiel op ongeveer 4,5%. Inmiddels is het renteklimaat natuurlijk wel veranderd. De rentevergoeding voor nieuwe leningen ligt dan ook al wat hoger.

Voor wat betreft de maatschappelijke impact is ons doel om de levenskwaliteit van zoveel mogelijk mensen te verbeteren. Dat beoordelen we onder andere aan de hand van de analyse van onderzoeksbureau 60 Decibels. Van de 32.000 microfinancieringsklanten uit 32 landen die door deze organisatie zijn ondervraagd, geeft maar liefst 91% aan dat hun levenskwaliteit is verbeterd dankzij microfinanciering.

Toch is het altijd het mooist om zelf te zien hoe microfinanciering het verschil kan maken. In Pakistan vertelde een vrouw me bijvoorbeeld dat ze de kleine lening gebruikt heeft voor de aanschaf van een koelkast. Hierdoor kon ze in haar winkeltje verse sap verkopen, waarmee ze meer verdiende dan met langer houdbare artikelen. Haar man kwam erbij staan en vertelde trots dat ze al meer verdiende dan hij met zijn baan in de fabriek.' ■

Disclaimer

Dit is een reclame. Raadpleeg het prospectus en het Essentiële-informatiedocument van Triodos Microfinance Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt. Een samenvatting van de rechten van investeerders in het Engels vindt u hier: <https://www.triodos-im.com/binaries/content/assets/tim/tim/20230203-summary-of-investor-rights.pdf>. De waarde van de activa van het fonds kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. Triodos Microfinance wordt beheerd door Triodos Investment Management. Triodos Investment Management heeft een vergunning als beheerder van beleggingsinstellingen en van icbe's en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank in Nederland. Triodos Investment Management kan beslissen het aanbieden van zijn instellingen voor collectieve belegging in uw land stop te zetten.

Hypotheeken behouden naar verwachting een prominente plek

Hoe interessant is beleggen in hypotheeken voor pensioenfondsen? Hebben de Wtp, ESG-doelstellingen en de energietransitie hier nog invloed op? Financial Investigator sprak met Carolien van Eggermond, onafhankelijk pensioenfondsbestuurder en Commissaris van de Nationale Hypotheekgarantie.

Door Jolanda de Groot

U bent al een hele tijd actief in het vermogensbeheer en in de pensioenwereld. Welke gebeurtenissen hebben de meeste impact gehad op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen?

‘De afgelopen jaren zijn er diverse grote ontwikkelingen geweest die veel impact hebben gehad. Duurzaam beleggen heeft een vlucht genomen, zowel door de intrinsieke motivatie van pensioenfondsen als door regelgeving. Denk onder andere aan de SFDR en sanctieregelgeving. Daaraan gerelateerd zie je ontwikkelingen op het geopolitieke vlak. Eerst wilden we wereldwijd beleggen en dachten we aan open markten en vrije wereldhandel. Nu zie je weer meer uitsluitingen van landen en van door landen gecontroleerde bedrijven, en een mogelijk kleinere allocatie naar emerging markets.

Benchmarks voor beleggingen in liquide markten worden aangepast aan deze ontwikkelingen. Mogelijk kiezen fondsen daarin bepaalde speerpunten. In ieder geval CO₂-reductie, maar ook biodiversiteit, waterverbruik et cetera. Binnen duurzaam beleggen komt impactbeleggen de laatste jaren sterk op: positief willen bijdragen. Met name de grotere fondsen zijn actief op dat gebied. Veelal gaat het om wat minder liquide asset classes en ook daar kiezen fondsen vaak speerpunten, meestal thema's die gerelateerd zijn aan de achterban van een fonds.

Daarnaast zijn de ontwikkelingen in de derivatenmarkt te noemen, zoals de weg naar verplichte clearing voor nieuwe derivaten en de onzekerheden met betrekking tot Brexit en de gevolgen daarvan voor de

derivatenmarkt. De behoefte aan cash-liquiditeit wordt daardoor groter voor pensioenfondsen. Hier worden dan weer nieuwe producten voor ontwikkeld, zoals cleared repo of geldmarktfondsen.

Tot slot is er de home bias van beleggen in Nederland. De vraag of pensioenfondsen meer in Nederland en de Nederlandse economie wilden beleggen, kwam op gang na de vorige financiële crisis. Pensioenfondsen gingen toen meer in Nederlandse hypotheeken beleggen. Nu wordt er veel breder gekeken naar mogelijkheden voor beleggen in Nederland.’

De komende jaren vindt de transitie plaats naar een nieuw pensioenstelsel binnen de kaders van de Wtp. Zijn hypotheeken na de transitie nog steeds een aantrekkelijke belegging voor een pensioenfonds?

‘Hypotheeken zullen naar verwachting een prominente plek behouden. De werkelijke effecten zullen na de transitie nog wat in moeten dalen en er komen mogelijk nieuwe inzichten over hoe hypotheeken het beste kunnen worden ingezet in de beleggingsportefeuille. Daarom verwacht ik geen grote in- of uitstappers in aanloop naar de Wtp.

Binnen de solidaire premieregeling lijkt het logisch om hypotheeken te behouden. De spread draagt over het algemeen bij aan een beter matching-rendement en levert deels een bijdrage aan de rente-afdekking. Mogelijk is de liquiditeit een extra aandachtspunt, in relatie tot de rente-

‘Binnen de flexibele premieregeling zal er mogelijk wat extra aandacht nodig zijn als je in hypotheeken wilt blijven beleggen.’

CV

Carolien van Eggermond



Carolien van Eggermond is actief bij diverse pensioenfondsen als bestuurder, lid van de Raad van Toezicht en lid van de beleggingscommissie. Daarnaast is zij Commissaris van de Nationale Hypotheekgarantie en actief als lid van de Raad van Toezicht van diverse hypotheekfondsen van Achmea.

afdekking, de verplichte clearing en wellicht een andere inrichting van het herbalanceren. Wellicht komen de asset managers en regiepartijen die nu hypotheekbeleggingen aanbieden met oplossingen voor het kunnen omzetten van hypotheekbeleggingen naar tijdelijke liquiditeit. Daarnaast zijn er reguliere en extra aflossingen door leningnemers, waardoor je als belegger hoe dan ook 5% tot 10% vrijval per jaar hebt uit de allocatie. Ook dat geeft flexibiliteit.

Binnen de flexibele premiereregeling zal er mogelijk wat extra aandacht nodig zijn als je in hypotheek wilt blijven beleggen. Zeker wanneer pensioendeelnemers actieve keuzes krijgen in de beleggingsmixen die het pensioenfonds gaat aanbieden. Waarschijnlijk zullen hypotheek dan samen met onder meer investment grade credits en staatsleningen in een structuur komen, waar de bandbreedtes tussen de onderdelen ruim zijn en dus flexibiliteit geven.

Verwacht u dat pensioenfondsen in de toekomst meer of minder gaan alloceren naar hypotheek als percentage van de totale beleggingsportefeuille?

‘Dit is lastig aan te geven. Sommige fondsen hebben mogelijk al rond de 10% allocatie naar hypotheek in de totale beleggingsmix, andere fondsen slechts enkele procenten. De Wtp moet zich eerst wat uitkristalliseren en dan kun je kijken hoe een en ander past.’

Het ligt ook aan de verdere marktontwikkelingen buiten de pensioenfondsen om. Hoe ontwikkelt Basel III zich voor banken? Hoe ontwikkelt Solvency II zich voor verzekeraars? Wat zijn de ontwikkelingen rond de absolute rente? Ook die ontwikkelingen hebben impact op de spread op hypotheek, in vergelijking met die op andere asset classes. Er zijn veel schuivende panelen in de markt.’

Hoe kijkt u naar ESG bij beleggen in hypotheek en waar leg je als pensioenfonds de nadruk op?

‘ESG heeft nog geen prominente plek in hypotheekbeleggingen. Natuurlijk zien we bij bijna alle geldverstrekkers de behoefte om het gemiddelde energielabel van de onderpanden van de portefeuilleleningen te verbeteren, maar de vraag is of dat echt ESG is. De consument van een bestaande woning met een hypotheek is moeilijk te activeren om extra te lenen voor verduurzaming. De coördinatie vanuit de markt en de overheid is lastig te doorgronden. Daarnaast zijn fysieke klimaatrisico’s wellicht minstens zo belangrijk.’

Echter, deze maatregelen kijken eigenlijk alleen maar naar het onderpand, de zekerheid voor de financiering. Vanuit een beleggersoptiek kan dat belangrijk zijn, maar lastig te sturen: het eerste aangrijpingspunt is namelijk de lening. Over het algemeen is de kredietwaardigheid van de consument binnen een hypotheekportefeuille redelijk goed en slechts beperkt afhankelijk van de energiestatus van het onderpand.

Wel zie je dat sommige beleggers slechts leningen willen verstrekken op woningen met een goed energielabel. De vraag is of je dan als belegger echt bijdraagt aan de transitie van slechtere labels naar betere labels.’

Hoe belangrijk is de S van ESG bij beleggen in hypotheek?

‘In de markt zijn er enkele initiatieven geweest die meer gericht waren op de S van ESG, bijvoorbeeld dat ouderen, of jongeren die nu duur huren, makkelijker een lening kunnen krijgen, of diverse andere ontwikkelingen zoals flexibel huren, woongroepen en cetera. Daarnaast zien en zagen we initiatieven en hypotheekvormen rond erfpacht of een tweede hypotheek, waar grond en opstal eventueel worden gescheiden, of rond het participeren als koper samen met een belegger in een woning, waardoor eventuele waardevermindering gedeeld wordt. Dit om de dure koopmarkt aantrekkelijker te maken. In de koopmarkt lijkt dit vooralsnog best lastig. We hebben strak in de wet vastgelegde >



criteria voor inkomen, terugbetalen en waarderingen van onderpanden. Daardoor zijn creatievere oplossingen, die buiten het wettelijke acceptatiebeleid vallen, lastig te financieren. Je ziet pensioenfondsen ook hier niet het voortouw nemen: zij stappen veelal in de hypotheekproducten die zich al bewezen hebben.

In de huurmarkt, waar pensioenfondsen ook actief zijn, komen dergelijke initiatieven wellicht wat meer voor. Denk aan beleggen in middenhuur en zorgvastgoed voor de specifieke doelgroepen jongeren en ouderen.

Beleggers in hypotheek zetten vaak rentevaste perioden waar ze in willen beleggen open of dicht bij de geldverstrekker (via de fiduciair manager). De geldverstrekker kan via de prijsstelling in de hypotheekmarkt meer of minder aantrekkelijk prijzen voor de consument. Consumenten die een woning kopen en een hypotheek nemen, kunnen zo goedkoop uit zijn. Maar hoe dit bij renteverlengingen uitpakt, is heel onzeker voor de consument. Als de huidige geldverstrekker een bepaalde rentevaste periode bijvoorbeeld niet wil, kan die een onaantrekkelijke (hogere) rente bieden. Daarnaast zullen dan, als de consument naar een andere geldverstrekker zou gaan, opnieuw advieskosten voor de hypotheek betaald moeten worden terwijl het acceptatiebeleid dan bovendien wellicht is aangepast. Je zit dan als consument toch opgesloten in de lopende hypotheek. Hoe sociaal is dat?

Daarnaast zien we bij scheidingen en overlijdens dat geldverstrekkers doorgaans strakke procedures hebben. Moeite doen om de consument in de woning te laten wonen kan vanuit de regelgeving een uitdaging zijn, maar vanuit de S van ESG wel de voorkeur genieten. Vaak stellen beleggers op dit gebied weinig eisen aan de geldverstrekker. Die eisen kunnen ook ten koste gaan van wat rendement.'

Zijn pensioenfondsen in staat hun ESG-ambities te vertalen naar hypotheekbeleggingen?

'Dat lijkt me best een lastige opgave. Dit zal toch vooral door wetgeving moeten komen. Denk bijvoorbeeld aan het oplossen van bodem-

verzakking en paalrot bij woningen. Dat is een probleem dat je als pensioenbelegger lastig alleen kunt oplossen. Daar heb je de landelijke en gemeentelijke overheden bij nodig en wellicht oplossingen en subsidies voor hele wijken.

Denk ook aan het beprijzen van CO₂ in de gebouwen zelf in plaats van alleen kijken naar het verbruik

van energie en water van een woning. Dan zijn er wellicht meer initiatieven mogelijk om bestaand vastgoed te veranderen in woningen en vervolgens als koopwoning in de markt te zetten.

Pensioenfondsen en de Pensioenfederatie kunnen wel al aanhaken bij andere partijen die initiatieven op de kaart zetten en politiek de discussies voeren om initiatieven mogelijk te maken voor de financiering van duurzame oplossingen in de huidige markt van koopwoningen.'

Om de doelstelling van het Klimaatakkoord van Parijs te behalen, is de energietransitie op de woningmarkt noodzakelijk. Verschillende partijen moeten hierin een rol spelen: consumenten, financiers, overheden, et cetera. Welke rol moeten pensioenfondsen hierin nemen en doen zij voldoende?

'Pensioenfondsen zien zichzelf doorgaans niet als geldverstrekker. Ze 'kopen' leningen die andere partijen geïnitieerd hebben. De vraag is dan wie de lobby doet om de energietransitie verder te ontwikkelen. Veelal zijn dit de regiepartijen die de beleggingsstructuren in de markt zetten. Deels kunnen zij door hun beleggers gestuurd worden, maar vaak haken de beleggers aan bij een partij die ESG naar hun idee voldoende oppakt.

Het is ook lastig het financiële voordeel van ESG te zien voor pensioenfondsen. Over het algemeen kent een lening ook met de huidige energielabels relatief weinig kredietrisico. Je kunt veel energie en geld steken in het verduurzamen van een woning, maar de meerwaarde voor het onderpand komt bij de woningeigenaar terecht. Die heeft misschien zelf al voldoende eigen middelen voor de woningverbetering. Dat inzicht ontbreekt vaak. En stel dat de consument

'Je zit als consument toch opgesloten in de lopende hypotheek. Hoe sociaal is dat?'

een lening voor woningverbetering zou kunnen gebruiken, dan kan door de Nederlandse wetgeving weer een volledig adviestraject nodig zijn om de extra lening te kunnen verstrekken. Dat kan duur uitpakken voor de consument en het voordeel deels tenietdoen.

Kortom, coördinatie en sturing lijkt nodig. De overheid overlegt regelmatig met geldverstrekkers, tussenpersonen, de AFM en de Nationale Hypotheekgarantie om de marktontwikkelingen te coördineren en waar mogelijk te versnellen en te standaardiseren. Zo is bijvoorbeeld de opkomst van zonnepanelen best snel gegaan. Alleen kwamen daarna de problemen van de energienetten, de warmtenetten en de onzekere regelgeving (salderen of niet) om de hoek kijken. Je zult dergelijke zaken in een breder perspectief moeten bekijken. Op veel deelgebieden kunnen pensioenfondsen mogelijk wel bijdragen, maar coördinatie is nodig. De producten en de financieringsconstructies dienen toch elders uitgedacht en gecoördineerd te worden. Pensioenfondsen kunnen daarbij input geven over wat voor hen vanuit risico en rendement kan werken.⁷

Zijn hypotheekleningen voor ieder pensioenfonds een geschikte beleggingscategorie?

‘Ik denk niet dat hypotheekleningen voor ieder pensioenfonds interessant zijn. Ze zijn net iets complexer dan standaard liquide beleggingen. Vanuit een ALM-optiek denk ik dat het overal zou passen, maar mogelijk heb je toch een bepaalde omvang nodig. Minder dan € 50 of 100 miljoen beleggen in hypotheekleningen kan natuurlijk binnen fondsbeleggingen, maar dan heb je als belegger waarschijnlijk niet of nauwelijks zeggenschap, en wel de illiquiditeit en complexiteit.

Daarnaast kan, zoals ik eerder zei, de liquiditeit in DC-regelingen zodanig zijn dat hypotheekleningen minder passend zijn om op te nemen in de beleggingsmix.’

Zijn er aandachtspunten bij het beleggen in hypotheekleningen die u mee wilt geven aan pensioenfondsen die overwegen erin te beleggen?

‘De aantrekkelijkheid van de asset class wordt mede bepaald door de regelgeving die geldt voor andere participanten in de financiële sector, zoals banken, verzekeraars en mogelijk niet-gereguleerde instellingen.

Daarnaast is de zorgplicht jegens de consument een belangrijk aandachtspunt. We zien dat sommige geld-

verstrekkers boetes hebben gekregen voor gedrag in het verleden. Je belegt in een langlopend consumentenproduct, dus rekenschap geven van dergelijke risico's is belangrijk.

Daarnaast denk ik dat de nadruk op lange rentevaste looptijden, zoals we die in de afgelopen jaren gezien hebben, bij pensioenfondsen mogelijk niet altijd terecht is. Lange rentevaste looptijden kunnen een pensioenfonds veel risico's geven, aangezien de leningen veel minder snel afgelost worden dan vooraf ingeprijsd is. Puur in hypotheekleningen beleggen vanwege de duration lijkt me een beperkte blik en doet ook geen recht aan de consument die bepaalde behoeften heeft voor wat betreft rentevaste looptijd. Juist de marge kan voldoende aanknopingspunten geven om in hypotheekleningen te beleggen. Als er dan ook nog constructies bedacht worden door de markt, waardoor grote mandaatbeleggers in hypotheekleningen liquiditeit zouden kunnen krijgen uit de hypotheekleningen (indien nodig als onderpand voor de rentehedges, uit hoofde van derivaten), dan zou dit bij kunnen dragen aan de aantrekkelijkheid van hypotheekleningen onder de Wtp, in plaats van bijvoorbeeld minder renderende staatsleningen.’

Hoe verwacht u dat de hypotheekmarkt zich gaat ontwikkelen?

‘Dat is lastig te zeggen voor de langere termijn. Er zijn veel woningen nodig, maar of er ook veel gebouwd gaat worden, is onzeker. Blijven ouderen langer thuis wonen of komen er toch meer geschiktere woningen voor deze groep? Dan is er de uitdaging van migratie. En jongeren blijven langer thuis wonen. De vraag is hoe het met de doorstroming gaat. Die ziet er op de korte termijn nog niet heel rooskleurig uit. En wat gaat Den Haag doen met de renteaftrek? Blijft die intact? Hoe gaan we om met de diverse belastingen?

Daarnaast zijn er de fysieke risico's van te droog, te nat, te warm, te laag, scheuren, paalrot, schaarste van grond, beschikbaarheid van elektra. En hoe gaan de ontwikkelingen van het wegennetwerk en het openbaar vervoer de woningmarkt raken? Wat gaat er gebeuren tussen de diverse geldverstrekkers en regelgeving, en met de huurmarkt?

Maar kijk je verder, over enkele jaren, dan kabbelt het door. Leningen lopen over het algemeen 30 jaar. Er gaat wat af en er komt wat bij, dus op de korte termijn zijn er wellicht slechts wat rimpelingen. De onzekerheid zit toch op de langere termijn.’ ■

‘De aantrekkelijkheid van de asset class wordt mede bepaald door de regelgeving die geldt voor andere participanten in de financiële sector.’

Amerikaanse overwaarde-hypotheken: hoge spread, beperkt risico, grote markt

Veel Amerikaanse 60-plussers kampen met een pensioendilemma: ze hebben een waardevol huis in eigendom, maar zicht op een beperkt maandelijks inkomen. Overwaardehypotheken bieden een gewilde oplossing.

Door *Roland van den Brink*

Ondanks de geringe opslag boven de euro-swapcurve is beleggen in Nederlandse hypotheken bij pensioenfondsen populair geworden. Ze investeren circa 5% van hun vermogen hierin. Dat is vooral ingegeven door het beperkte risico en de inzetbaarheid van hypotheken bij de renteafdekking (LDI). Er zijn diverse aanbieders op de markt, zoals Achmea, Aegon, ASR, Dynamic Credit en Vista/Rabo. Sinds 2014 kennen we ook DMFCO/MUNT, opgericht vanuit pensioenfondsen, dat vooral via mandaten

hypotheken verzamelt voor opdrachtgevers. Bij een dergelijk mandaat geef je de voorwaarden, bijvoorbeeld alleen NHG-hypotheken met een minimaal energielabel, en het te investeren bedrag aan. De portefeuille wordt conform de voorwaarden opgebouwd.

Nieuw marktsegment

In de Verenigde Staten zijn er soortgelijke organisaties met een iets ander, maar zeker zo interessant, hypotheekproduct. In de basis gaat de belegging om langlopende leningen aan

senioren tegen een spread van momenteel 3%, waarbij maximaal 49% van de woningwaarde wordt gefinancierd. De initiële loan-to-value (LTV) ratio is daarmee beter dan bij Nederlandse hypotheken (vaak 100%), terwijl de opslag tweemaal zo hoog is. Het is een opkomend marktsegment, dat in Nederland nog niet zo bekend is. Door de kredietcrisis in 2008 kregen Amerikaanse hypotheken een slechte naam, maar dat betrof leningen aan mensen met een laag inkomen voor vaak kwalitatief matige woningen.

Voorts was er in veel gevallen sprake van non-recourse, waarbij hypotheeknemers niet aansprakelijk waren voor een eventuele restschuld. Banken moesten massaal verlies nemen toen hypotheeknemers hen simpelweg de sleutel van hun onder water staande woningen overhandigden. Bij de overwaardehypotheken gaat het echter om een welvarende doelgroep, beperkte financiering en waardevolle panden.

Overwaarde-hypotheken in de VS

In Amerika kunnen 62-plussers een reversed mortgage krijgen met steun van de overheid. Dat wordt een home equity conversion mortgage (HECM) genoemd. Deze hypotheek is alleen verkrijgbaar via een door de Federal Housing Administration (FHA) goedgekeurde kredietverstrekker. HECM-leners kunnen voor onbepaalde tijd in hun huis blijven wonen, zolang de onroerendgoedbelasting en de verzekering betaald worden. Als een lener in gebreke blijft, kan de FHA-kredietverstrekker beslag leggen op de woning. Zo'n

HECM is aantrekkelijk voor ouderen, omdat er geen aflossing en rentebetaling is. Het hypotheekbedrag wordt maandelijks met de rentekosten verhoogd. Op die manier kunnen senioren hun pensioen aanvullen door langzaam hun overwaarde op de woning 'op te eten'.

Onderzoek toont echter aan dat slechts 1 op de 10 ouderen die extra financiering nodig hebben een HECM-aanvraag indient die wordt goedgekeurd, terwijl onder de babyboomers de vraag naar dit soort leningen bijzonder groot is. De omvang is zo'n € 90 miljard per jaar. De FHA-kredietverstrekkers maken ongeveer 8 tot 12% rendement in een groeiende markt, en besteden daarom nauwelijks tijd aan deze omvangrijke resterende vraag.

Het verstrekken van hypotheken is arbeidsintensief. Alleen door automatisering kunnen de kosten beheerst worden. In Nederland is dat relatief eenvoudig, omdat er maar één set aan regelgeving is en woning- en kredietgegevens gemakkelijk én betrouwbaar opvraagbaar zijn. Daarnaast zijn de tussenpersonen vaak goed georganiseerd. Bovendien zijn er goede schattingen van de woningwaarde via de WOZ en aanbieders als Calcasa en ORTEC.

In de VS hebben diverse staten eigen regels. Daarenboven zijn er veel lokale invloeden op de inschatting van de waarderingen. Verder zijn bemiddelaars vaak een- of tweepitters en daardoor lastiger te bereiken. Pas na de opkomst van big data en AI is het sinds 2023 mogelijk om de hypotheekbehoefte op een betaalbare

‘Bij de overwaarde-hypotheken gaat het om een welvarende doelgroep, beperkte financiering en waardevolle panden.’

‘Net als in Nederland is er in de VS een tekort aan woningen, wat het waardebehoud steunt.’

wijze uit heel de VS te verzamelen. Dat is relevant omdat institutionele beleggers vaak bepaalde gebieden willen uitsluiten, bijvoorbeeld vanwege het risico op bosbranden, aardbevingsgevaar, water- of stormschade. Het is nu mogelijk gedetailleerde randvoorwaarden op te leggen aan een mandaat en toch zicht te hebben op voldoende volume.

Wat is in basis het beleggingsvoorstel?

Het financiële gedrag van Amerikanen is anders dan dat van Europeanen. Een van de meest opvallende verschillen is dat mensen in de VS diverse financieringen hebben, bijvoorbeeld voor de auto en de creditcard. Voor dit type leningen betaalt men doorgaans 12% rente. Door de woning in onderpand te geven in ruil voor een beperkte lening, kunnen ouderen de lopende schulden aflossen en betalen ze 8% aan rente. Dat geeft een substantiële maandelijkse besparing, terwijl de hypotheekverstrekker, naast een hoog rendement, veel zekerheid wordt geboden.

Waarom is het beleggingsrisico beperkt?

Het gaat om goed onderhouden woningen die elk meer dan \$ 1 miljoen waard zijn. De belegging is hoogstens 49% van de conservatief geschatte marktwaarde. In de leningsvoorwaarden is opgenomen dat de bewoners

de woning goed moeten onderhouden en de woonbelastingen moeten betalen.

Ook al zijn bepaalde gebieden uitgesloten, er blijven generieke risico's. Zo kan de ingeschatte levensverwachting in de praktijk anders uitpakken, wat invloed heeft op de duur van de hypotheek. Voor ouderen die deels van hun beleggingsinkomsten leven, kan een beurskrach hen noodzaken de woning te verkopen, wat de duur inkort. Net als in Nederland is er in de VS een tekort aan woningen, wat het waardebehoud steunt, maar op termijn kan door politieke invloeden de waarde negatief beïnvloed worden. Verder zal de geboden opslag waarschijnlijk geleidelijk dalen, omdat er meer aanbieders komen.

Hoe werkt het in de praktijk?

Er zijn twee oplossingen gangbaar voor Amerikaanse ouderen. Een is de overwaardehypotheek en de andere kennen we in Nederland onder de naam opeet- of verzilverhypotheek. De juridische opzet is in de VS anders dan in Nederland om ervoor te zorgen dat de hypotheekverstrekker de eerste rechten heeft als de situatie verandert door overlijden of verhuizing en bij betalingsproblemen.

De juridische uitwerking van de overwaardehypotheek is een sale-and-lease-back constructie. Het huis wordt door de eigenaar tot 49%

van de waarde verkocht en in ruil daarvoor betaalt men maandelijks huur. Dat komt overeen met een aflossingsvrije hypotheek waarbij (door de gedeeltelijke verkoop) de belegger de primaire schuldeiser is. De bewoner heeft het recht om het verkoopbedrag (in termijnen) terug te betalen en zo bijvoorbeeld het huis voor erfgenamen te behouden.

Bij de alternatieve variant van de verzilverhypotheek wordt de woning met korting verkocht, een zogenaamde forward sale, waarbij de bewoners erin kunnen blijven wonen. Ze krijgen in ruil een bedrag ineens (maximaal 40% van de conservatief geschatte waarde) en daarnaast een maandelijks geldbedrag, afhankelijk van de leeftijd.

Hypotheekleningen zijn een langetermijninvestering. Dat maakt dat zorgvuldig vooronderzoek belangrijk is. De aanbevolen eerste stap daarbij is ter plekke te praten met intermediairs en ouderen, gevolgd door een grondige operational due diligence.

Beleidsmatig zijn er vragen, zoals hoe om te gaan met het valutarisico. Maar zelfs wanneer de US dollar geheel wordt afgedekt, dan nog blijft er een hogere spread over dan bij Nederlandse hypotheekleningen het geval is (medio 2024), terwijl de initiële LTV veel lager ligt. Verder kunnen verduurzamingscriteria aan de leningen worden gesteld, wat een grote impact heeft, gezien het vaak nonchalante energieverbruik voor verwarming en aircos in de VS. ■



Roland van den Brink

Oprichter, TrigNum

IN HET KORT

Overwaardehypotheekleningen vormen een nieuw beleggingssegment dat een aantrekkelijke opslag biedt van 3% met een lage LTV-ratio van minder dan 50%.

Door slimme digitalisering zijn woning- en kredietgegevens voor heel de VS gemakkelijker beschikbaar, wat de kosten en de risico's verlaagt.

Beleggen in Amerikaanse overwaardehypotheekleningen kan via een mandaat-constructie tegen relatief lage kosten.

De vraag naar dit soort hypotheekleningen is enorm, circa € 90 miljard per jaar, waardoor beleggers vlot kunnen instappen met grotere bedragen.

Zelfs als de US dollar geheel wordt afgedekt, is het rendement en risicoprofiel interessanter dan dat van Nederlandse hypotheekleningen.

Heading towards the highest risk-adjusted returns in real estate debt

Alternative real estate debt lending is on the rise, providing the private debt market with more liquidity and diversification of lenders. Dale Lattanzio, Managing Partner at DRC Savills IM, and Mohamed Ali, Senior Analyst Global Real Estate Debt, discuss the alternative lending market and the opportunities real estate debt presents.

By Harry Geels

What global trends do you see in the real estate debt markets?

Dale Lattanzio: 'It is interesting that with rising inflation and interest rates real estate prices fell pretty much with the same speed, maybe quicker and more than the markets anticipated, with differences among sectors and regions, of course. For the three main regions, Asia-Pacific, Europe and the US, we forecast challenges for bank lending and other non-bank lenders refinancing the real estate loans due over the next couple of years, because LTV ratios have increased and interest coverage ratios have gone down. The US is the most diverse, balanced, and transparent market, followed by Europe, where non-bank lending only began in 2009 and now makes up about 25% of the market. Banks still dominate the market here, especially in the bigger deals. In Australia, regulators have taken a stricter view on

real estate bank lending during the last decade, which has led to an increasing role for non-bank lenders.'

Mohamed Ali: 'It is good for the markets that non-bank lending has grown considerably. The markets have become – from a cyclical point of view – less dependent on a single participant's behaviour. Globally, non-bank financing has grown at an average of 25% CAGR since 2015. The appeal for the borrowers is that non-bank lending offers more flexibility, for example with 'combination deals' where private equity also does a part of the financing. In my opinion private equity and private debt will continue to drive the growth of this asset class.'

Is there a risk that the alternative lending market will grow too fast?

Ali: 'There are certainly challenges in the market, such as maturity walls, across all regions. The volume of bank loans doesn't match current requirements, which provides an opportunity and a need for alternative lenders to provide capital to the market. We also see differences in risk appetite. Banks prefer the top tier of the investment grade market. Borrowers that don't meet the requirements of the bank, usually stricter in uncertain market environments, will require the flexibility of alternative lenders. This has been the case in the US for quite some time, with Australia and Europe providing further growth opportunities for alternative lending.'

Lattanzio: 'Essentially, banks are leveraged institutions, whereas most alternative lenders, like Savills Investment Management, supply capital that is most often unleveraged through closed-ended funds, which isn't subject to market moves, and that is there for the duration of that loan. Again, this is a nice supplement to banks. Now that banks take a smaller part of the market, many bank credit analysts have moved to alternative lenders. Yes, growth in the alternative market has been fast, but reasonable. The talent pool has been able to keep pace with the expansion of the market. However, there are differences between how banks and alternative lenders manage their loan portfolios. For example, we manage both the equity and the debt sides of real estate investments, with resources from a parent with vast, global capabilities, which provides added value.'

'Alternative lenders need to prove themselves twice over, for their own investors, and for the borrowers.'

‘The markets have become – from a cyclicity point of view – less dependent on a single participant’s behaviour.’

Alternative lenders also need to prove themselves twice over, for their own investors, and for the borrowers.’

Is there a cycle in alternative credit? And is this a good time to invest in real estate debt?

Ali: ‘There is a cycle and we are currently in the better part of it. It’s a good time to invest in real estate debt. Property values have dropped considerably after interest rates increased. Perhaps more devaluations are coming, but most of the correction is likely behind us. New loans will be issued to rebased property values, with circa 30-40% equity cushion. In order for this equity cushion to erode completely, property values will need to drop more than in any past downturn. Of course, there are regional and sector differences. And that calls for an active approach: find the best opportunities, which are increasingly becoming available, and structure the transaction to achieve the best risk-adjusted returns for investors. While there will certainly be preferred sectors in this climate, it is important to judge each investment on its own merits to uncover a broad range of opportunities.’

Lattanzio: ‘As a lender, we want an environment that offers a bottoming of real estate prices while there isn’t a lot of capital available for borrowers. Then we can find the highest risk-adjusted returns. We are now heading towards that environment. Because we still have a nice equity cushion, real estate debt currently offers a good risk-return. In general, we prefer sectors that have demonstrated lower volatility. Residential-for-let and the industrial and logistics sectors have proved resilient. For investment grade loans, which in Europe are mostly floating, the spread would typically be between 150 to 200 basis points. If we move up in the risk spectrum and look at higher LTVs, spreads can go up to 300 to 400 basis points.

For construction and development, we are in the 400 to 500 basis points range. These spreads have been reasonably consistent throughout cycles.’

Where is real estate debt positioned within investor portfolios?

Lattanzio: ‘During the emergence of the asset class, we launched mostly higher yielding or mezzanine strategies to appeal to real estate investors, who wanted downside protection while still having double digit returns. When interest rates went lower and lower, and in some cases negative, investors expressed an appetite for higher quality alternative credit strategies, such as real estate and infrastructure debt. That appetite has recently grown because of relatively high risk-adjusted returns.’

How important is ESG to you and your investors?

Lattanzio: ‘ESG is extremely important, because it is increasingly being incorporated into the investment processes of our clients, and because the future value of real estate will reflect the sustainability of the asset. We only lend to sponsors and owners who incorporate ESG into their business plans and upgrade to a higher quality asset over the term of the loan. We will also include obligations to adhere to specific ESG improvements over the term of the loan.’

Ali: ‘An additional dimension is the new regulations that will demand much more from investors regarding sustainability. You simply don’t want to have property below standard when these regulations come into effect. Institutional investors have been focusing on sustainability earlier than private investors, and European investors before American, but everybody is catching up fast now, which is a good thing. It’s a clear and undeniable trend, especially in real estate with its relatively large environmental footprint.’ ■

Disclaimer

About Savills Investment Management: Savills Investment Management is an international real estate investment manager with an established presence in 16 locations: Amsterdam, Bangkok, Frankfurt, Hamburg, Katowice, London, Luxembourg, Madrid, Milan, Munich, Paris, Singapore, Stockholm, Sydney, Tokyo and Warsaw. As of 31st December 2023, Savills Investment Management managed total assets under management of €25.7 billion. Savills Investment Management is the brand name used to represent Savills Investment Management LLP and its subsidiaries. Savills Investment Management LLP is a limited liability partnership registered in England No: OC306423 authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Savills Investment Management is regulated in the UK, Australia, Italy, Germany, Jersey, Japan, Luxembourg and Singapore. This communication is for information purposes only, the information contained is of a general nature and does not take into account any individual circumstances of the recipient. This communication constitutes neither investment advice nor an offer or an invitation to submit an offer for the acquisition or sale of units in an investment.



Dale Lattanzio

Managing Partner, DRC Savills Investment Management



Mohamed Ali

Senior Analyst Global Real Estate Debt, DRC Savills Investment Management

SUMMARY

The volume of real estate bank loans doesn’t match current requirements. This provides an opportunity and a need for alternative lenders.

The appeal for the borrowers is that non-bank lending offers more flexibility.

New loans will be issued to rebased property values, with a healthy equity cushion.

Real estate debt currently offers a good risk-return.

We lend to sponsors and owners who incorporate ESG into their business plans and upgrade to a higher quality asset over the term of the loan.

Waar impact-beleggers en ondernemers elkaar vinden

Beleggers ontdekken de waarde van private markten en hun aantrekkelijke risico-rendementsprofiel. Een diepere drijfveer achter beleggen in private markten komt steeds prominenter naar voren: de kans om impact te realiseren.

Door Danny Vroegop en Karin Huizinga

In de afgelopen jaren heeft de beleggingscategorie private debt een sterke groei doorgemaakt. Dat is deels het gevolg van de terugtrekking van banken door onder andere veranderende regelgeving. In de EU bijvoorbeeld is het marktaandeel van banken als primaire investeerders in gesyndiceerde leningen gestaag gedaald van 69% in 2010 naar 22% in 2021.¹ Investeerders stappen in dit gat, niet alleen aangetrokken door het risico-rendementsprofiel en diversificatiemogelijkheden, maar ook steeds meer om een directe en betekenisvolle bijdrage te leveren aan een duurzame maatschappij.

Enkele cijfers op een rij:

- De wereldwijde private debt-markten zijn per eind 2022 gegroeid naar \$ 1500 miljard en zullen naar verwachting doorgroeien naar \$ 2800 miljard in 2028.²
- De corporate direct lending-markt – de grootste sub asset class binnen private debt – telde wereldwijd

- \$ 540 miljard AUM in 2023, een sterke stijging ten opzichte van \$ 71 miljard 10 jaar geleden.³
- Sinds 2015 is er meer dan € 43 miljard specifiek toegewezen aan private debt impactfondsen.⁴

Financiering verstrekken aan bedrijven, direct lending, voor de realisatie van concrete doelen geeft directe invloed op het bedrijf en daarmee op de reële economie en de maatschappij. De directe en frequente toegang tot het management van bedrijven die willen en kunnen verduurzamen, de focus op de lange termijn en het aanhouden van de meerderheid van de aandelen of de schulden, maken zowel private equity als private debt effectieve instrumenten voor impactstrategieën.

De hamvraag: Wat is impact?

Institutionele beleggers refereren in hun impactstrategie vaak aan de GIIN-definitie van impact: 'Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.' Met andere woorden, investeringen die bewust gericht zijn op het creëren van zowel waarde voor de samenleving als financieel

rendement voor investeerders.

Veel investeerders richten zich voor impact op een selectie van de sustainable development goals, de SDGs. Deze doelen zijn echter specifiek gericht op overheden en met name op ontwikkelingslanden. Voor West-Europese landen vraagt dit om een vertaling. Hier fungeren bedrijven als intermediairs tussen overheden (en hun beleid) en consumenten (en hun vraag naar duurzaam aanbod). Zij vormen de drijfveer achter de transitie door het implementeren van duurzame praktijken.

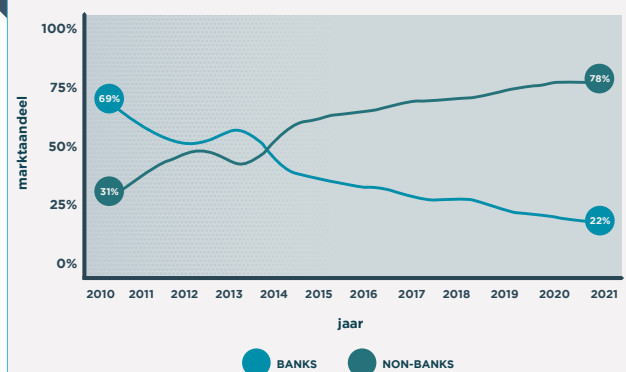
De twee assen van impact in de westerse wereld

Investeerders in private markten kunnen de transitie vooruithelpen over twee assen:

1. Transitie in de bedrijfsvoering

Deze gaat over het toekomstbestendig inrichten van de bedrijfsprocessen en de bedrijfsvoering. Bedrijven verbeteren hun duurzaamheidsprestaties door ESG-criteria op te nemen in hun besluitvormingsprocessen en -acties. Dit helpt om de negatieve impact van hun activiteiten

FIGUUR 1: MARKTAANDEEL VAN BANKEN VERSUS INVESTEERDERS IN GESYNDICEERDE LENINGEN



Bron: Pitchbook LCD - European Quarterly Review Q4 2022

te verminderen en waarde op de lange termijn te behouden. Denk hierbij aan het verlagen van de uitstoot van broeikasgassen, het overgaan van lineair tot circulair gebruik van grondstoffen, maar ook het in dienst nemen van mensen met een afstand tot de arbeidsmarkt.

2. Transitie in de sector: producten en diensten

Deze as gaat over het ontwikkelen van producten en diensten die gericht zijn op een duurzame toekomst. Bedrijven die producten en diensten aanbieden die bijdragen aan (een transitie naar) een duurzame samenleving spelen een cruciale rol in de transitie. Denk aan de productie van energie-besparende producten, hernieuwbare energie, plantaardige eiwitten, biologisch voedsel, innovatie op het gebied van circulariteit en recycling, en toegang tot educatie en zorg.

Uiteindelijke doel: real world impact

Binnen de wereld van investeerders die impact willen realiseren zijn er twee stromingen: een diepe en een brede stroming.

Diepe stroming

De groep investeerders die behoren tot de diepe stroming richt zich op wat reeds 'donkergroen' is. Het kapitaal gaat naar de meest duurzame bedrijven die met producten en diensten de transitie naar een duurzame samenleving leiden, zonder materiële schade voor het milieu of de maatschappij te veroorzaken. Deze ondernemingen zitten doorgaans op de tweede as 'transitie in de sector'.

Brede stroming

De investeerders die tot de brede stroming behoren, vinden dat de gehele maatschappij moet verduurzamen en dat elke onderneming aan de slag moet om deze transitie te ondersteunen. Bij de brede benadering passen ondernemingen die materiële 'transitie in de bedrijfsvoering' doorvoeren, die hun producten en diensten aan het draaien zijn richting een duurzame samenleving, of die op beide assen vooruit bewegen.

De meerderheid van de bedrijven zal naar verwachting niet direct positief bijdragen met hun producten, maar heeft toch een kritieke rol in de samenleving. Ook voor die bedrijven is het van belang om duur-

zamere producten en diensten te leveren met minimale negatieve gevolgen voor mens en planeet. Daar is nog veel duurzaamheidswinst te behalen, met de mogelijkheid om bij te dragen door schaalbaar te investeren. Uiteindelijk is de vraag: welke impact wil je realiseren en hoe schaalbaar wil je dat doen?

Verduurzaming in de keten

Impact bewerkstelligen is complex en vereist samenwerking op verschillende niveaus. Het is complex omdat de tijdsdruk op de klimaattransitie hoog is en duurzaamheidsthema's onderling verbonden zijn. Het aanpakken van één doel, zoals betaalbare en duurzame energie, heeft invloed op andere doelen, zoals natuur en biodiversiteit. Investeerders zijn een schakel in de keten. Zij kunnen met de juiste strategie transities faciliteren.

Investeerder aan het werk

Om duurzaamheidstransities te bewerkstelligen, zijn significante investeringen nodig. Alleen al in de energie-sector in de EU is tot 2030 jaarlijks € 396 miljard aan investeringen nodig. Tot 2050 is dat elk jaar zelfs € 520 tot € 575 miljard.⁵ Deze investeringen zijn cruciaal voor het bereiken van net zero emissies.

Hier ligt een rol voor investeerders. Private beleggingen maken het mogelijk om verschil te maken in de lokale reële economie door de juiste bedrijven te financieren. ■



Danny Vroegop

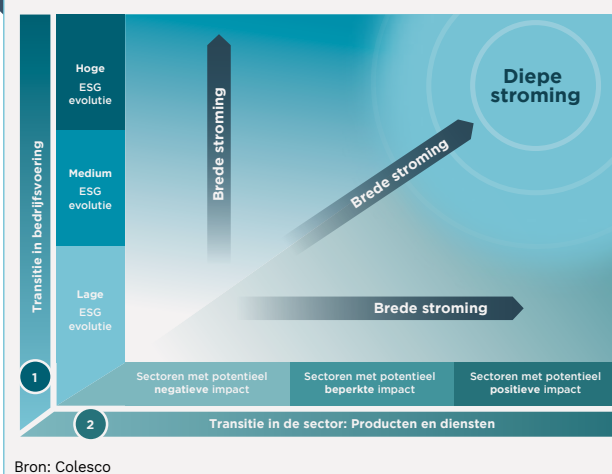
Co-Founder en CIO, Colesco



Karin Huizinga

Responsible Investment Officer, Colesco

FIGUUR 2: TRANSITIE NAAR DUURZAME MAATSCHAPPIJ OVER TWEE ASSEN



Bron: Colesco

IN HET KORT

Investeerders zoeken steeds vaker naar positieve impact via beleggingen in private markten.

Private markten bieden directe toegang tot ambitieuze bedrijven en betekenisvolle betrokkenheid. Zo kan effectief worden bijgedragen aan de transitie naar een duurzame maatschappij.

Bedrijven die bereid en in staat zijn om te transformeren, verduurzamen hun bedrijfsprocessen en/of ontwikkelen duurzame producten en diensten.

Private markten maken direct investeren mogelijk in bedrijven met concrete resultaten in de reële economie.

- 1 Pitchbook LCD - European Quarterly Review Q4 2022.
- 2 Preqin - News report (13 december 2023).
- 3 PitchBook - Global Private Debt Report 2023 (20 maart 2024).
- 4 Phenix Capital Group - Impact Report on Private Debt (22 mei 2022).
- 5 Energy transition in the EU, europa.eu.

Pleidooi voor de synthese van financiële en ESG-criteria

Met de CSRD lijkt opnieuw een tweedeling te ontstaan tussen de economische maatstaven en het ESG-framework van bedrijven, stelt Professor Corporate Governance Mijntje Lückcrath-Rovers. Dat is in sommige opzichten een stap terug in de tijd. Ze pleit daarom voor een geïntegreerd 'E-ESG-model'.

Door Harry Geels

Wat vindt u van het ESG-concept? Voldoet het als framework om duurzaam te ondernemen en te beleggen?

'Laat ik beginnen mezelf een groene kapitalist te noemen. Het is belangrijk dat we de wereld beter achterlaten dan die er nu voor staat. En dat kan op verschillende manieren. Naast 'sustainable' hebben we tegenwoordig ook 'regenerative', waarbij de eerste term slaat op de wereld achterlaten zoals we die hebben aangetroffen en de tweede op het beter achterlaten van de wereld. Toen in 2016 in de Corporate Governance Code 'langetermijnwaardcreatie' werd opgenomen als belangrijkste doel van bestuurders en commissarissen, was dat een belangrijke positieve ontwikkeling. Deze code moedigt ondernemingen aan om de belangen van verschillende stakeholders te behartigen en te vertegenwoordigen. Raden van Bestuur en Raden van Commissarissen moeten zorgvuldige afwegingen maken om de langetermijnwaardcreatie voor alle relevante belanghebbenden te maximaliseren.

Michael Jensen, die samen met William Meckling in 1976 het meest geciteerde corporate finance-artikel ooit heeft geschreven en die de grondlegger is van de Agentschapstheorie, stelde in zijn update-paper van april 2002 terecht dat het onmogelijk is om alle belangen tegelijkertijd te maximaliseren.

Daarom zou de focus op aandeelhouderswaarde moeten blijven, omdat die mede gestuurd wordt door de tucht van de markt. In andere sectoren ontbreekt een dergelijke tucht en is het nog lastiger om te sturen op waarde, aldus Jensen. Maar ik denk dat social media en maatschappelijke onrust ook

een soort tucht zijn. En ja, waarschijnlijk kunnen we niet alle belangen maximaliseren, maar we kunnen ze wél optimaliseren. Alleen zal die optimalisatie voor iedereen anders zijn, wat een extra complicatie geeft. De ene persoon legt meer nadruk op de S-factoren, de andere let meer op CO₂-emissie.

ESG-criteria helpen om langetermijnwaardcreatie in kaart te brengen, maar zijn niet altijd goed of betrouwbaar te meten en daarom ook niet goed te controleren. Bovendien doet niet iedereen het op dezelfde manier, waardoor onderlinge vergelijkbaarheid lastig is. Met de CSRD kunnen we hiervoor overigens goede stappen gaan zetten, al wordt de financiële kant van langetermijnwaardcreatie maar beperkt meegenomen, namelijk alleen voor zover die geraakt wordt door ESG. De duurzaamheidscriteria worden eigenlijk losgekoppeld van de financiële. Het lijkt erop dat we een apart ESG-rapport en een apart financieel rapport krijgen en dat is jammer, want we waren juist zo goed op weg naar een geïntegreerd jaarverslag.

Heeft u daarom recent voorgesteld het narratief te wijzigen naar E-ESG, waarbij de tweede 'E' staat voor economisch?

'Bij langetermijnwaardcreatie is het cruciaal om duidelijk te maken welke waarde de onderneming voor alle stakeholders creëert en ook welke waarde er verloren gaat. Ook als de opbrengsten niet direct ten goede komen aan de onderneming, of de kosten niet direct ten haar worden gedragen. Deze belanghebbenden omvatten klanten, werknemers, leveranciers, de maat-

'We moeten naar de integratie van financiële en ESG-criteria. Het E-ESG-model is een manier om daar te komen.'



CV

Mijntje Lückcrath-Rovers

Prof. Dr. Mijntje Lückcrath-Rovers is Hoogleraar Corporate Governance aan Tilburg University, TIAS School for Business and Society. Zij studeerde Financiële Economie en is gepromoveerd aan de Erasmus Universiteit. In 2022 studeerde ze tevens af als arbeids- en organisatiepsycholoog. In 2023 publiceerde ze het boek *Morele Dilemma's in de Boardroom*, dat genomineerd werd als managementboek van het jaar. Ze is/was commissaris bij onder andere Achmea, ASN Beleggingsinstellingen, NRC Media, Erasmus MC, Diergaarde Blijdorp, en Pels Rijcken. Sinds 2024 is ze ook kroonlid bij de SER.

schappij, de overheid en, ja, ook de aandeelhouders. Dit streven zou zich dus moeten richten op economische, ecologische, sociale, en governance aspecten, afgekort tot E-ESG.

Verschillende standaarden en modellen dienen als hulpmiddel voor bedrijven om zowel de financiële als de niet-financiële waarde te bepalen. Het Integrated Reporting Framework hanteert bijvoorbeeld een brede definitie van langetermijnwaardecreatie. Dit raamwerk stimuleert ondernemingen om te rapporteren over zes soorten kapitaal: financieel, geproduceerd, intellectueel, menselijk, sociaal en relationeel kapitaal. Sinds enkele jaren omarmen steeds meer bedrijven in Nederland dit model. Bedrijven als ABN AMRO, Signify, Arcadis en Rabobank tonen in hun jaarverslagen een langetermijnwaardecreatiemodel en rapporteren over de mate waarin gestelde doelen worden behaald. Denk aan zaken als hoeveel uren onderwijs de medewerkers hebben genoten en hoeveel CO₂ er is gebruikt, gespecificeerd in kosten en opbrengsten. ABN AMRO rapporteert zelfs met 'bollen' per bedrijfsactiviteit of er negatieve of positieve impact is.

Deze wijze van rapporteren is dapper. Het is namelijk lastig om verschillende grootheden bij elkaar op te tellen en dus niet perfect. Dat roept allerlei vragen en discussies op, bijvoorbeeld over de blijkbaar per saldo negatieve impact die hypotheek genereren, waarschijnlijk door de bijdrage die ze leveren aan stikstofuitstoot en grondstoffenverbruik. Maar zo'n manier van werken helpt wel om het gesprek in de boardroom inhoudelijk beter te voeren, bijvoorbeeld door de vraag te stellen hoe eventuele negatieve impact omgedraaid kan worden naar positieve impact, of positieve naar nog positievere, bijvoorbeeld door meer hypotheek te verstrekken voor duurzame bouw. Het uiteindelijke doel is te komen tot impactgewogen accountancymaatstaven, wat overigens nog een lange weg is.

Het E-ESG-model is eigenlijk een eigen invulling van het oude People-Planet-Profit, ook wel bekend als de Triple

Bottom Line, uit de jaren negentig. In 2018 uitte John Elkington, de geestelijke vader van deze term, zijn teleurstelling in de *Harvard Business Review*. Hij bekritiseerde de verwatering van het concept naar vooral meetbare, en dus voornamelijk financiële maatstaven door accountants en consultants, die daarmee de oorspronkelijke intentie om het kapitalisme te transformeren teniet deden. Het PPP-model werd een holle frase, met vooral financiële getallen en mooie, niet goed meetbare verhalen over People en Planet. Dat is jammer, want we moeten, zoals gezegd, naar de integratie van financiële en ESG-criteria. Het E-ESG-model is een manier om daar te komen.

Hoe kan het dat de G relatief is ondergesneeuwd, vooral ten opzichte van de E en S die duidelijker meetbaar lijken te zijn?

'De G is inderdaad veel moeilijker te meten. We kunnen achteraf vaak goed waarnemen waar bijvoorbeeld toezicht heeft gefaald, maar veel lastiger waar advies tot waarde heeft geleid. De aandacht van media en politiek richt zich ook altijd op de 'verkeerde' besluiten en bedrijfsprocessen. Zo kunnen we zien dat een tunnelvisie of groepsdenken achteraf het gevolg was van een te homogeen samengesteld bestuur. We kunnen echter lastiger vaststellen dat een bestuur dat wel heterogeen was die fouten niet gemaakt zou hebben. Toch bestaat tegenwoordig maatschappelijke en wetenschappelijke consensus over de stelling dat er bij besluitvorming sprake van heterogeniteit van visies of perspectieven moet zijn. Let wel, dat is dus meer dan alleen genderdiversiteit.

Een mooi voorbeeld is het onderzoek van het IMF naar het gegeven dat zij de financiële crisis in 2008 niet had zien aankomen. Een van de conclusies was dat er te weinig diversiteit in perspectieven was. De belangrijkste betrokkenen waren bijvoorbeeld allemaal gepromoveerd aan dezelfde bekende topuniversiteiten. 'Intellectuele bijziendheid', werd het genoemd. Ten tweede ontbrak ook 'speak truth to power', te weinig durf om tegen een hogere >

‘Bij besluitvorming moet sprake zijn van heterogeniteit van visies of perspectieven.’

rang denkbeelden ter discussie te stellen.

Het is overigens wel aannemelijk dat genderdiversiteit leidt tot diversiteit in perspectief. Maar het belang van het laatste staat voorop. Het is ook aannemelijk dat het helpt als jongeren en ouderen samenwerken en samen besluiten nemen. Ouderen hebben ervaring, maar kunnen lijden aan de ‘valse analogie-bias’, een huidige situatie onterecht vergelijken met iets dat ooit eerder heeft plaatsgevonden. Jongeren hebben minder ervaring, maar laten zich nog verbazen en hebben minder last van die valse analogie-bias. Ik denk overigens niet dat de G is ondergesneeuwd. De G staat wat meer op de achtergrond, maar er is binnen bedrijven steeds meer aandacht voor. De E en de S zijn in veel meer deelcriteria op te delen, waardoor daar ook meer te rapporteren en te meten is. Maar bedrijven zouden meer over de G naar buiten kunnen brengen, bijvoorbeeld over hoe besluitvormingsprocessen en de daaraan voorafgaande discussie hebben plaatsgevonden.’

Is er dan geen algemeen aanvaard G-framework?

‘Mijn oratie had destijds als titel ‘Bouwstenen van high-performing boards’, waarin ik negen bouwstenen identificeerde voor goed presterende RvCs: 1) de omschreven formele en informele taken, 2) de teamrollen, 3) de samenstelling, 4) de optimale zittingsduur, 5) de relatie tussen bestuur en toezicht, 6) het voorkomen van bias, 7) het bewaken van de balans tussen verleden, heden en toekomst, 8) het afleggen van verantwoording aan belanghebbenden, en 9) de zelfevaluatie. Maar alle bouwstenen goed invullen is nog geen garantie voor succes. Het is een goede voedingsbodem, maar of er iets moois groeit, is niet gegarandeerd. Veel hangt bijvoorbeeld af van hoe goed de voorzitter verschillende perspectieven naar voren laat komen.

Er zit een zekere ongreepbaarheid in het proces. Zo is er bijvoorbeeld veel onderzoek gedaan naar het belang van de onafhankelijkheid van commissarissen. Daar is geen wetenschappelijke consensus uit voortgekomen. Hetzelfde geldt voor de onderzoeken naar de toegevoegde waarde van vrouwen, en naar de vraag na hoeveel jaren de effectiviteit van een commissaris begint af te nemen. Data vendors leveren verschillende G-scores over al dit soort dimensies aan. Denk aan indicatoren over beloningsbeleid, transparantie in aannamebeleid, geslachts- en leeftijdsdiversiteit.

Hoge sub- en totaalscores zijn dan geen garantie voor goede prestaties, maar ze zijn wel ‘best guesses’ of ‘proxies’ over hoe het er in RvBs en RvCs aan toegaat.’

Hoe kunnen achterblijvers doordrongen worden van het belang van de G?

‘De kern van goede governance is de goede relatie tussen bestuurders en commissarissen in het belang van alle stakeholders van het bedrijf, uit welke sector of land dan ook, publiek of privaat. Het gaat altijd om de driehoek bestuur-toezicht-belanghebbenden. Daarmee is meteen de link gelegd naar de twee andere E’s en de S van het E-ESG-model, of anders gezegd, de G betreft de bestuurders en commissarissen ten behoeve van de E, E en S. DSM was een voorloper en een goed voorbeeld van een bedrijf dat al ruim tien jaar geleden het beloningsbeleid instelde op People, Planet, Profit, die allemaal een derde meewegen. Een goed ingeregelde governance zouden we in alle typen en bedrijven terug kunnen vinden, ook in sectoren of landen die doorgaans door duurzame beleggers worden uitgesloten. Ik pleit er ook voor dat bedrijven een score krijgen voor hun jaarverslag, waarbij bijvoorbeeld de score hoger wordt naarmate de transparantie over de besluitvorming groter is, iets dat er door de juridisering van de maatschappij helaas niet gemakkelijker op wordt.’

Wat zijn uw ambities?

‘In mijn boek ‘Morele dilemma’s in de boardroom’ schrijf ik dat er in de maatschappij zoveel zwart-wit gedacht wordt. De kloof tussen de grote corporates en bepaalde delen van de maatschappij, bijvoorbeeld de media, lijkt zelfs groter te worden. Mijn persoonlijke missie is die kloof te verkleinen en empathie te kweken voor alle belangrijke onderdelen van de maatschappij. Een bestuurder zou zich bijvoorbeeld meer in de schoenen van een journalist moeten verplaatsen: ‘vertel over je dilemma’s’. Maar ook andersom, verplaats je als journalist in de vaak lastige afwegingen die bestuurders moeten maken. Hetzelfde geldt voor de relatie tussen de bestuurders en de duurzaamheidsactivisten of politici. Het helpt daarbij als RvBs en RvCs openheid van zaken geven over hun dilemma’s in de besluitvormingsprocessen en welke verschillende perspectieven daarin zijn meegewogen. Een tweede missie is het bij elkaar brengen van de E van de economische criteria en ESG. Die moeten een synthese en geen antithese vormen.’ ■

Alle ballen op ING?

In 2021 won Milieudefensie een rechtszaak tegen Shell over CO₂-uitstootreductie. Nu richt de vereniging haar pijlen op ING. De vraag is of een juridische procedure tegen een individuele onderneming een gepast middel is om klimaatverandering tegen te gaan.

In een vorige column (Financial Investigator editie 6 van 2022) waarschuwde ik dat het Shell-vonnis een opmaat zou kunnen zijn voor het aanspreken van banken als financiers van bedrijven in de olie- en gasindustrie – lender liability – en noemde ik dat een onwenselijke ontwikkeling. Op dat moment waren er in Nederland nog geen juridische acties tegen banken in gang gezet. Helaas is dat inmiddels wel het geval. Op 19 januari 2024 heeft Milieudefensie ING aansprakelijk gesteld voor de bijdrage die de bank zou leveren aan klimaatverandering en heeft zij aangegeven ING te zullen dagvaarden als de bank niet binnen acht weken zou bevestigen dat zij aan de eisen van Milieudefensie zal voldoen. Volgens Milieudefensie is ING de meest vervuilende bank in Nederland. ING zou meer broeikasgassen uitstoten dan andere banken en zou ook de grootste financier van de fossiele industrie zijn.

De juridische grondslag van de vordering van Milieudefensie tegen ING is gebaseerd op de zorgplicht die voortvloeit uit de wettelijke algemene maatschappelijke zorgvuldigheidsnorm van art. 6:162 Burgerlijk Wetboek. Die zorgvuldigheidsnorm zou meebrengen dat ING verantwoordelijk is voor de schadelijke gevolgen van haar eigen uitstoot én voor die van haar zakelijke cliënten. De belangrijkste eisen van Milieudefensie zijn dan ook dat ING in 2030 haar eigen uitstoot moet hebben gehalveerd en dat zij stopt met het financieren van grote zakelijke cliënten die binnen een jaar geen goed klimaatplan hebben en, gefaseerd, van bedrijven in de

olie- en gasindustrie. Bij brief van 13 februari 2024 – nog voor het verstrijken van de achttwekentermijn – heeft ING de aansprakelijkheidsclaim van Milieudefensie van de hand gewezen. Haar verweer is vooral feitelijk van aard. ING wijst erop dat duurzaamheid al geruime tijd onderdeel uitmaakt van haar strategie, dat zij streeft naar net zero in 2050 en dat zij in 2040 stopt met het financieren van olie- en gasactiviteiten, maar dat eerder stoppen niet kan.

Vanuit een juridische optiek lijkt het mij twijfelachtig of ING aangemerkt kan worden als veroorzaker van de klimaatverandering. Haar eigen uitstoot is daarvoor veel te gering. Daarnaast is het discutabel of een bank verantwoordelijk kan worden gehouden voor de emissies van bedrijven die ze financiert. Daarvoor zal er sprake moeten zijn van onrechtmatige gevaarzetting. Voor aansprakelijkheid zal in ieder geval vereist zijn dat de bank wist of had moeten weten dat de uitstoot van een door haar gefinancierde onderneming – gegeven de voor deze onderneming geldende normen – te hoog was. Ook zal er causaal verband moeten zijn tussen de financiering door de bank en de te hoge uitstoot of daardoor veroorzaakte klimaatschade.

Afgezien van deze technische punten is een juridische procedure tegen een individuele onderneming mijns inziens geen gepast middel om klimaatverandering tegen te gaan. Een dergelijke procedure, en zeker een veroordelend vonnis, kan een negatieve invloed hebben op de concurrentiepositie van de betrokken onderneming. Dat kan leiden tot ongelijke behandeling en verstoring van de markt. Betreft het een bank, zoals in casu ING, dan kan ook de stabiliteit van het financiële systeem in gevaar komen. Het is beter om door middel van regelgeving de versterking van kredieten aan bepaalde risicosectoren te reguleren en een gelijk speelveld te creëren voor alle banken wereldwijd. ■



Door **Prof. Mr. W.A.K. Rank**, Advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam en Hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden

Financing the future for a sustainable tomorrow

Despite repeated warnings from the scientific community, the reality of climate change now unfolds before our eyes. The very operation of our economy has played a pivotal role in creating the climate crisis. Ironically, it is also the economy that has the potential to resolve this crisis.

By *Pierre Abadie*

The Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) defines carbon neutrality as a balance between CO₂ emissions and CO₂ absorptions on a global scale. Emissions stem primarily from the utilisation of fossil energy to power our economy and, to a lesser extent, from deforestation. Carbon sinks are not futuristic technologies, they are the earth's natural systems, including soils (through plant photosynthesis) and oceans.

Currently, our global economy and agricultural activities emit approximately twice as much carbon into the atmosphere as these sinks can absorb. By 2050 we must sequester as much carbon as we emit to stabilise its concentration in the atmosphere

and limit the overall rise in the planet's temperature. Therefore, merely 'offsetting' a company's carbon balance by purchasing 'carbon credits' is insufficient to achieve neutrality, unless it's accompanied by concrete emission reduction measures.¹

The importance of soil and agriculture

The importance of natural carbon sinks cannot be overlooked, particularly the largest one: soil, and how we've managed it in agriculture. Since the 1950s, modern agriculture has significantly increased food production in Europe. This progress included the creation of fertilisers using nitrogen, phosphorus and potassium, the development of herbicides and pesticides to control insects and weeds, and the industrialisation of agriculture. However, these advancements came at a cost. The use of ploughs disrupted soil life, leading to a loss of fertility. Compensating for this loss required an increase in fertiliser use, which led to groundwater pollution. Furthermore, the consolidation of land and large monocultures, which optimised yields, necessitated the heavy use of pesticides.² The conversion of forests, wetlands, grasslands and other terrestrial ecosystems into agricultural land has led to a 60% decline (on average) in the global vertebrate population since 1970, contributing to mass extinction.³

Globally, the production of food generates more than a quarter of global greenhouse gas emissions.⁴ The issue extends beyond emissions to include land use changes, deforestation, groundwater pollution and biodiversity loss. The way we produce and consume food significantly contributes to the loss of natural capital worldwide. We are

FIGURE 1: 6 KEY TENETS OF REGENERATIVE AGRICULTURE TO IMPROVE SOIL QUALITY AND CARBON SEQUESTRATION IN THE SOIL

UNDERSTAND CONTEXT

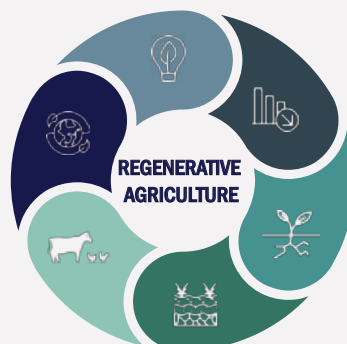
economic, ecological, climate, bioregion

ENHANCE BIODIVERSITY

greater stability and resistance to weather disturbances, disease and climate change

INTEGRATE ANIMALS

more than one types of animals



MINIMIZE DISTURBANCE

tillage, reduced use of chemical fertilizers and pesticides

ESTABLISH A LIVING ROOT

living roots are vital to feed organisms and improve soil structure

PROVIDE SOIL ARMOR

cover cropping (living or dead debris to cover the soil)

Source: Kiss the Ground website, UNCCD, 2022

rapidly destroying nature, justifying it with the need for food security, higher productivity, cost control, and preservation of culinary habits.

Changing our food production chain

However, it is essential to recognise that nature is what enables us to produce our food. That makes the preservation of nature vital. Achieving this goal requires a systemic change in how our food production chain operates. This challenge relies, among others, on three immediately actionable levers that break the destructive cycle, help combat climate change, and alleviate global hunger.

The first lever involves changing our eating habits. For instance, it takes 5,200 square metres of arable land to feed a person with a meat-based diet (primarily for producing grains for cattle).⁵ By opting for diets that are less meat-heavy and more plant-based, we can significantly reduce the arable land required for food production, ultimately feeding more people with the same amount of cultivated land.

The second lever involves reducing food waste. Approximately 40% of food produced is lost between the farm and the consumer, with half of it discarded by consumers. This accounts for about 500 million tonnes of food waste, which could meet the dietary needs of 1 billion people suffering from hunger.

The third lever is regenerative agriculture. By adopting agroecological practices that restore soil fertility and preserve biodiversity, pollinators, and natural helpers, it is possible to create agriculture that produces more with fewer resources, such as fewer pesticides, less fertiliser, less water and less energy. Efforts, like the '4 per 1000' international initiative, aim to demonstrate the crucial role of agricultural soils in offsetting greenhouse gas emissions. By increasing carbon stocks in the top 30 centimetres of soil by just 0.4% each year, we could offset all the greenhouse gas emissions produced by the planet in a single year.⁶

However, this approach requires a shift in production methods, prioritising agro-ecological and regenerative practices. Regenerative agriculture is not a new concept, but it is gaining momentum as a potential solution in our fight against climate change. It goes beyond sustainable farming practices to restore degraded soil biodiversity, sequester carbon, and enhance resilience and productivity. By implementing

practices like cover cropping, planned grazing, composting, and reduced tilling, we can make significant strides in reducing our carbon footprint.⁷

Financing the future

To make large-scale regenerative agriculture a reality, the most critical driver of change will likely be the reallocation of significant public and private investments that currently support the conventional food production system. Notably, this involves creating partnerships between public entities that promote healthier diets, industrial actors that reorganise the production chain to reduce waste, and investors who redirect capital towards regenerative agriculture. By investing in the restoration of lands degraded by intensive food production, there is the potential for sustainable food production to become more affordable for all, potentially making it profitable for those who invest in it. In Europe alone, 65 million hectares could shift towards these practices, potentially sequestering 240 million tonnes of CO₂, or nearly 40% of France's total carbon footprint.

Remaining pragmatic, it's clear that we cannot deviate from a market economy, which has driven development and improved living standards for billions of people. However, impact finance changes our perception of progress, which for nearly a century has been measured primarily by economic growth. Decarbonisation, climate change adaptation, and regenerative agriculture represent potentially the most significant structural growth vectors for the next decades. ■

- 1 Intergovernmental Panel on Climate Change, Sixth Assessment Report (2021)
- 2 National Geographic Society, Environmental Impacts of Agricultural Modifications (2023)
- 3 John Rafferty, Biodiversity loss, Encyclopaedia Britannica (2023-11-13)
- 4 The World Bank, Climate-Smart Agriculture (Last Updated 2021)
- 5 République Française, Empreintes sol, énergie et carbone de l'alimentation (2020)
- 6 The International '4 per 1000' Initiative
- 7 Ecophytop, Agriculture & Environment, Des pratiques clés pour la préservation du climat, des sols et de l'air, et les économies d'énergie (pdf)

Disclaimer

This document has been prepared by Tikehau Capital for information purposes only. It does not create any obligation on the part of Tikehau Capital. The information contained herein does not constitute an offer to subscribe or a solicitation to acquire securities, options, fund units or any other products or services, or a recommendation to make any investment or transaction. It does not take into account the investment objectives or financial needs of the recipient. No action should be taken or omitted on the basis of this document. This document does not constitute advice on legal, tax or investment matters. Recipients should therefore rely on their own examination of such matters or seek advice. Before making any investment (new or continuing), please consult a professional advisor and/or investment consultant. Tikehau Capital cannot be held liable for any decision taken on the basis of this document. The statements in this document are made as of the date of this document, unless otherwise indicated, and delivery of the document does not imply that the information contained herein is accurate as of any subsequent date. However, the information contained in this document has been obtained from sources whose reliability Tikehau Capital has made its best efforts to ensure as of the date of this document. Certain economic and market information contained in this document is derived from sources published by third parties. While these sources are believed to be reliable, neither Tikehau Capital nor any member of the management team can be held responsible for the accuracy of such information. Any statement contained in this document made in the context of an opinion and/or belief, as well as any forecast, or statement relating to expectations, concerning future events or the potential performance of a fund, represents only Tikehau Capital's own assessment of, and interpretation of, the information available as of the date of this document. As a result of these various risks and uncertainties, actual results may differ materially from those reflected in this document. This document has not been verified or approved by any regulatory authority. For further information, please contact Tikehau Capital.



Pierre Abadie

Climate Director and Co-Head of the Private Equity Strategy, Carbonisation Strategy, Tikehau Capital

SUMMARY

Carbon sinks are not futuristic technologies, they are the earth's natural systems, including soils and oceans.

Merely offsetting a company's carbon balance by purchasing carbon credits is insufficient to achieve carbon neutrality.

By implementing regenerative farming practices like cover cropping, planned grazing, composting, and reduced tilling, we can make significant strides in reducing our carbon footprint.

To make large-scale regenerative agriculture a reality, we need significant reallocation of public and private investments.

Zonder blauw geen groen

Nu de richtlijnen en criteria voor blue bonds internationaal zijn vastgesteld, trekken blue bonds steeds meer de aandacht van institutionele beleggers. Maar er moet nog veel gebeuren om het financieringstekort van US\$ 2,5 biljoen in de blauwe economie op te vullen, zeggen Tongai Kunorubwe, Head of ESG, Fixed Income bij T. Rowe Price, en Tomasz Telma, Director bij International Finance Corporation.

Door Harry Geels

Wat zijn blue bonds?

Tomasz Telma: 'Blue bonds zijn financiële instrumenten die helpen bij de financiering van projecten die aan bepaalde criteria voldoen, net zoals groene obligaties helpen bij de financiering van projecten die aan groene financieringsrichtlijnen en principes voldoen. Blue bonds zijn een subset van groene projectobligaties met een specifieke focus op het behalen van SDG 14, Leven onder water, en SDG 6, Schoon water en sanitaire voorzieningen, onderverdeeld in negen categorieën van projecten. Bijvoorbeeld betere energie-efficiëntie in het zeevervoer, behandeling van industrieel afvalwater, betere technieken voor het verbouwen van groente zodat er minder water wordt gebruikt, en vermindering van plastic afval om vervuiling van de oceanen en de zeeën te voorkomen. We hebben met verschillende spelers in de markt samengewerkt om specifieke richtlijnen te ontwikkelen die transparant, samenhangend en consistent zijn met de richtlijnen van de International Capital Market Association en die ook als afdwingbaar en controleerbaar, auditeerbaar, worden gezien.'

'Als we alleen focussen op green bonds, lopen we het risico dat er te weinig wordt geïnvesteerd in SDGs 6 en 14, die beide cruciaal zijn voor het leven op aarde.'

Tongai Kunorubwe: 'De belangrijkste reden waarom we ons samen met de International Finance Corporation (IFC) richten op de beleggingscategorie blue bonds is dat de SDGs en de subcategorieën die zojuist zijn genoemd chronisch ondergefinancierd zijn. We hebben het over een categorie assets die nog in de kinderschoenen staat. Wereldwijd gaat het nog maar om ongeveer US\$ 6 tot 8 miljard aan assets under management, afhankelijk van hoe men zelfgelabelde blue bonds categoriseert. Het is echter zeer bemoedigend dat de participatie toeneemt, met kapitaal dat wordt geïnvesteerd door soevereine naties, multilaterale ontwikkelingsbanken en bedrijven op zowel particuliere als openbare markten. Als we alleen focussen op green bonds, lopen we het risico dat er te weinig wordt geïnvesteerd in SDGs 6 en 14, die beide cruciaal zijn voor het leven op aarde. De criteria en richtlijnen voor blauwe financiering zijn aantoonbaar belangrijk voor de groei van de beleggingscategorie. IFC was en is nog steeds een thought leader op dit gebied en we zijn verheugd om met hen samen te werken om blue bonds en de bredere blauwe economie vooruit te helpen.'

Hoe belangrijk is de uitdaging die blue bonds aangaan?

Telma: 'Het financieringstekort is momenteel ongeveer US\$ 2,5 biljoen. Uit ons onderzoek blijkt dat we tegen 2030 ongeveer US\$ 90 miljard per jaar aan kapitaal kunnen genereren voor de financiering van de blauwe economie. Helaas is dat dus slechts een druppel op een gloeiende plaat. De uitdagingen liggen zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde. Aan de aanbodzijde moeten we op onze hoede zijn voor bluewashing. We dienen projecten te vinden die voldoen aan de criteria en de richtlijnen. Aan de vraagzijde moeten we investeerders bewust maken. De ontwikkeling van de blue bond-strategie is slechts de eerste stap.'

Kunorubwe: 'SDG 14 is de meest ondergefinancierde SDG. We hebben US\$ 175 miljard per jaar nodig om de SDG 14-doelstellingen voor 2030 te halen. In de laatste vijf jaar is er slechts US\$ 10 miljard geïnvesteerd in SDG 14-gerelateerde doelen, waardoor er alleen al voor SDG 14 een enorm kapitaalttekort is. Bovendien schat de Wereldbank dat we US\$ 115 miljard per jaar nodig hebben om de wereldwijde doelstellingen voor schoon water te halen. De WHO heeft verder verklaard dat slechts

25% van de soevereine naties momenteel de investeringsdrempels haalt die nodig zijn voor de noodzakelijke investeringen in water en sanitaire voorzieningen. Niet investeren in schoon water leidt elk jaar tot zo'n 1,6 miljoen vermijdbare sterfgevallen, waarvan de meeste in ontwikkelingslanden. Verder is er is geen concurrentie tussen de SDGs, maar zijn er wel materiële voordelen door te investeren in blauwe obligaties. 'Er is geen groen zonder blauw,' om de wereldberoemde mariene bioloog Sylvia Earle te parafraseren.'

Zijn er parallellen met de ontwikkeling van green bonds?

Telma: 'Nu we de impact van blue bonds kunnen definiëren en meten, zijn ze bijna een self-fulfilling prophecy bij het aanpakken van de genoemde uitdagingen, net zoals dat tien tot twaalf jaar geleden gebeurde met green bonds. We kunnen nu ook denken aan projecten waar we eerder niet aan dachten, zoals het behoud en het herstel van koraalriffen, of de behandeling van het verwijderen van microplastic uit de zeeën waarin we vissen. We hebben samen met lokale overheden, vooral in opkomende landen, en met internationale agentschappen en regelgevende instanties deelgenomen aan transactieprojecten om lokale emittenten aan te moedigen en lokale kaders te creëren waaraan beleggers kunnen deelnemen. Bewustwording en educatie zijn hier essentieel. Ik denk dat blue bonds een vergelijkbaar patroon zullen volgen als green bonds.'

Levert investeren in de blauwe economie ook andere voordelen op dan SDG 6 en 14?

Kunorubwe: 'Ja! Ten minste 50% van de zuurstof wordt in de oceanen geproduceerd door minuscuul fotosynthetiserend plankton, oftewel fytoplankton. En 25% tot 50% van de koolstofemissies wordt geabsorbeerd door de oceanen, die bovendien 90% van de overvloedige warmte opvangen die door antropogene (door de mens veroorzaakte) klimaatverandering wordt gegenereerd. Herstel van het mariene ecosysteem zal ons helpen overleven. Veel nevenvoordelen zijn indirect of immaterieel. Investeren in waterzuivering en in leven onder water zal bijvoorbeeld nieuwe banen creëren en de gezondheid van alle soorten op aarde verbeteren. Het is essentieel dat we dit financieringstekort van US\$ 2,5 biljoen overbruggen. Hoewel dat veel klinkt, is het 'slechts' evenveel als één jaar bbp van

een fictieve natie die economisch gezien ergens tussen Japan en Italië ligt.'

Zijn er nog andere katalysatoren die de blauwe economie kunnen stimuleren?

Kunorubwe: 'Het is bemoedigend dat we de laatste tijd consensus zien ontstaan over het belang van de blauwe economie. Hoewel er duidelijk meer moet worden gedaan, is dit zeker een katalysator voor vooruitgang. COP27 kan ook een katalysator zijn, omdat het water en sanitaire voorzieningen tot prominente agendapunten maakte, mede dankzij de inspanningen van IFC. Het zal ook helpen dat er steeds meer aandacht komt voor de 'tragedy of the commons'. Individuen met toegang tot publieke hulpbronnen (ook wel 'commons' genoemd), zoals schoon water en viswater, hebben de neiging om in hun eigen belang te handelen. Daardoor kunnen hulpbronnen degraderen of uitputten. Gelukkig zien we overal ter wereld vooruitgang op dat punt, bijvoorbeeld door de mensen rond deze commons economisch en wettelijk te betrekken. Verder hebben waterlichamen, zoals het Amazonegebied en de rivieren Klamath in de VS, de Magpie in Canada en de Whanganui in Nieuw-Zeeland, rechtspersoonlijkheid en kritische wettelijke rechten gekregen en dus toegang tot concrete bescherming.'

Wat doen IFC en T. Rowe Price op dit gebied?

Telma: 'Het is een groepsinspanning, waarbij veel organisaties betrokken zijn. Hoewel we met succes een aantal projecten voor de blauwe economie hebben gefinancierd, via de bank en met bedrijven, zien we nu het potentieel van het inzetten van een multistakeholderstrategie. Sommige van deze belanghebbenden, zoals institutionele beleggers, zijn voor IFC moeilijker rechtstreeks te bereiken. Daarom zijn we erg blij met het strategische partnerschap met T. Rowe Price, die het onderwerp kan introduceren in de beleggersgemeenschap van ontwikkelde markten. Het is opmerkelijk dat T. Rowe Price en IFC, twee totaal verschillende organisaties, deze strategie voor blauwe financiering samen zijn aangegaan. Een belangrijk resultaat kan een betere toegang tot financiering voor de blauwe economie in opkomende markten zijn, door middel van financiering en technische bijstand.' ■

T. Rowe Price en de International Finance Corporation zijn geen gelieerde bedrijven.



Tongai Kunorubwe

Head of ESG, Fixed Income,
T. Rowe Price



Tomasz Telma

Director & Global Head,
Financial Institutions Group,
International Finance
Corporation

Belangrijke informatie

Dit materiaal wordt uitsluitend verstrekt voor algemene informatie en/of marketingdoeleinden. Het materiaal vormt of verstrekt geen advies van welke aard ook, met inbegrip van fiduciair beleggingsadvies, en is ook niet bedoeld om als primaire basis voor een beleggingsbeslissing te dienen. Potentiële beleggers moeten onafhankelijk juridisch, financieel en fiscaal advies inwinnen voordat ze een beleggingsbeslissing nemen. De ondernemingen uit de T. Rowe Price groep, waaronder T. Rowe Price Associates, Inc. en/of haar dochterondernemingen, ontvangt inkomsten uit de beleggingsproducten en -diensten van T. Rowe Price. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van een belegging en de daaruit verkregen inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers minder terugkrijgen dan het belegde bedrag. Blue bonds brengen beleggingsrisico's met zich mee, waaronder kredietrisico en renterisico. Het materiaal vormt geen distributie, aanbod, uitnodiging, persoonlijke of algemene aanbeveling of uitnodiging om effecten in welk rechtsgebied dan ook te verkopen of te kopen of om een bepaalde beleggingsactiviteit uit te voeren. Het materiaal is door geen enkele regelgevende instantie in welk rechtsgebied dan ook beoordeeld. De weergegeven informatie en standpunten zijn verkregen of afgeleid uit bronnen die betrouwbaar en actueel worden geacht; wij kunnen echter geen garantie geven ten aanzien van de juistheid of volledigheid van de bronnen. Er is geen garantie dat prognoses werkelijkheid worden. De opvattingen in dit document gelden per de datum van dit document en kunnen zonder kennisgeving veranderen; deze opvattingen kunnen afwijken van die van andere ondernemingen en/of gelieerde ondernemingen van de T. Rowe Price groep. Het is in geen geval toegestaan het materiaal geheel of gedeeltelijk te kopiëren of verder te verspreiden zonder toestemming van T. Rowe Price. Het materiaal is niet bestemd voor gebruik door personen in rechtsgebieden waarin de verspreiding van het materiaal verboden of aan beperkingen gebonden is, en in sommige landen wordt het alleen verstrekt na een verzoek hiertoe. Het is niet bestemd voor verspreiding onder particuliere beleggers in welk rechtsgebied dan ook. EER ex-VK —Tenzij anders vermeld is dit materiaal uitgegeven en goedgekeurd door T. Rowe Price (Luxembourg) Management S. à r.l. 35 Boulevard du Prince Henri L-1724 Luxemburg, toegelaten en gereguleerd door de Luxemburgse Commission de Surveillance du Secteur Financier. Alleen voor professionele klanten. © 2024 T. Rowe Price. Alle rechten voorbehouden. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE en het Bighorn Sheep logo zijn, gezamenlijk en/of afzonderlijk, handelsmerken of geregistreerde handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc. 202405-3556710

Voor biodiversiteit is net zero al te veel

Door Bouko de Groot Fotografie Cor Salverius



Biodiversiteit moet een crucialere rol gaan spelen bij de beoordeling van beleggingen. De aandacht moet daarbij bovendien verschuiven van het verminderen van negatieve impact naar het creëren van positieve impact. Synergie realiseren met klimaatdoelstellingen is een logische route. Een nieuw normaal is noodzakelijk om grote economische schade op de lange termijn te voorkomen.

Biodiversiteits- en klimaatdoelstellingen kunnen prima geïntegreerd worden in de beleggingsportefeuille, vooral voor de lange termijn. Maar de tijd dringt. Het creëren van positieve impact hoort centraal te staan, zo werd geconcludeerd in de afsluitende paneldiscussie op het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'Biodiversiteit & Klimaat' onder leiding van Marcel Jeucken.

Hoe past biodiversiteit in een institutionele portefeuille?

Stephan Langen: 'Iedereen die een beursgenoteerde aandelenportefeuille beheert, belegt al in biodiversiteit, maar met een negatieve impact. Dus risicobeheer is cruciaal. Footprinting is essentieel om te begrijpen wat de risico's in je portefeuille zijn. Maar het beperken van biodiversiteitsverlies komt nog steeds neer op biodiversiteitsverlies. We moeten werken aan het herstellen en compenseren van al die negatieve impact op de biodiversiteit door positieve oplossingen aan te bieden en hierin te beleggen. Dat kan onderdeel zijn van een portefeuille. Met beleggingen in private debt, private equity en real assets ben je daadwerkelijk in staat je portefeuille te diversifiëren met een positieve impact.'

Roeland Tso: 'Wij zien dat diverse van onze pensioenfondsklanten prioriteiten stellen op het gebied van biodiversiteit, zowel vanuit deelnemersperspectief als vanuit bestuurlijk perspectief. In enquêtes hebben veel deelnemers aangegeven dat biodiversiteit voor hen het belangrijkste duurzaamheidsonderwerp is. Tegelijkertijd

willen toezichthouders, waaronder DNB, een volledige integratie van ESG-risicokaders, waarin niet alleen het klimaat wordt meegenomen, maar ook omgevingsfactoren, waaronder biodiversiteit. Dat helpt de besturen van pensioenfondsen om het onderwerp te prioriteren en om beleid binnen de beleggingsportefeuilles te implementeren.'

Luuk Tupker: 'Ook wij horen hierover veel van onze pensioenfondsklanten. Ze hebben een perspectief met een zeer lange termijn. De risico's voor de biodiversiteit bedreigen ook de sociale stabiliteit op de lange termijn. Beleggen in bedrijven die sterk afhankelijk zijn van of impact hebben op de biodiversiteit, vergroot het beleggingsrisico, wat invloed heeft op het pensioen voor mensen over 40, 50 jaar. Je kan het natuurlijk vanuit een risicoperspectief bekijken, maar ook vanuit een kansperspectief. We moeten een manier vinden om deze nieuwe uitdagingen te vertalen in kansen en uitzoeken hoe we die belegbaar kunnen maken.'

Moeten we ons concentreren op de negatieve of op de positieve impact op biodiversiteit? En is daarvoor een aanpassing van het risicoprofiel nodig?

Vincent Triesschijs: 'Er is helaas nog sprake van negatieve impact in de meeste beleggingsportefeuilles. Het is onze hoogste prioriteit daaraan te werken. Het is belangrijk dat zowel negatieve als positieve impact aandacht krijgen. We hebben allemaal de plicht om dit te versnellen, met heldere doelstellingen. Zelfs kleine allocaties gericht op positieve impact kunnen een verschil maken. Het betekent in ieder geval dat we aan de slag gaan en laten zien dat rendement en positieve impact samen kunnen gaan. Het stellen van KPIs werkt, zowel voor het beperken van negatieve impact als voor het behalen van positieve impact. Dat hebben we keer op keer gezien.'

Sophie Kamphuis: 'Het hangt ook af van de asset class en wat je als een biodiversiteitsbelegging beschouwt. Een bosbouwinvestering kan bijvoorbeeld zorgen voor een positieve impact, mits het duurzaam wordt beheerd. Voor zo'n investering hoeven we onze risicobereidheid op dit moment niet aan te passen. Die valt binnen onze huidige strategieën en mandaten. Maar als je kijkt naar minder volwassen >



VOORZITTER

Marcel Jeucken

Founder & Managing Director, SustFin



Rebekah Braswell

CEO, Land Life



Sophie Kamphuis

Advisor Responsible Investment, MN



Stephan Langen

Head of Portfolio Management, ASN Impact Investors



Vincent Triesschijn

Global Head Sustainable Investment, ABN AMRO



Roeland Tso

Senior ESG Advisor, Blue Sky Group



Luuk Tupker

Junior Advisor Responsible Investment, PGGM Investments

asset classes, zoals private equity, dan moeten mandaten daarop ingericht gaan worden. Het is belangrijk dat institutionele vermogensbeheerders creatief gaan denken en waar mogelijk samenwerkingen opzetten om daadwerkelijk kapitaal te alloceren richting positieve impact.’

Rebekah Braswell: ‘Om te kunnen genieten van de economische welvaart die we vandaag de dag hebben, moeten we elk jaar 20 miljard ton CO₂ uit de lucht halen. Elke strategie die alleen bedoeld is om minder schade toe te brengen is onvoldoende. Maatstaven vaststellen en raamwerken ontwikkelen om schade te minimaliseren, het is noodzakelijk, maar vertraagt slechts het tempo waarmee we het gat aan het graven zijn. Onze sector heeft geweldige potentie, omdat de portefeuilles die wij gezamenlijk vertegenwoordigen een schaal hebben die deze problemen daadwerkelijk kunnen aanpakken, om de stap te zetten van het gat iets minder langzaam en iets minder diep te graven, naar daadwerkelijk herstel. We moeten het verlies aan biodiversiteit stoppen en terugdraaien, en niet tevreden zijn met een beetje minder vernietigen.’

Is een breder perspectief op het biodiversiteitsrisico noodzakelijk?

Tso: ‘We moeten het biodiversiteitsrisico behandelen als elk ander risico en het toevoegen aan integrated risk modelling. Door het in kaart brengen van portefeuilles met veel exposure naar de voornaamste drivers van biodiversiteitsverlies wordt de materialiteit bepaald naar gelang de kans en de impact. Zodra je biodiversiteit als een materieel risico beschouwt, moet je mitigerende maatregelen nemen. Bij beursgenoteerde bedrijven kan je bijvoorbeeld de ergste overtreders vermijden en engagementdialogen voeren voor een meer verantwoord productieproces. Idealiter stel je ook doelen om daadwerkelijk positieve impact te genereren via private markten, bijvoorbeeld met duurzame landbouw en duurzame bosbouw.’

Kamphuis: ‘Klimaatgerelateerde risico’s worden al gecombineerd met natuurgerelateerde risico’s, en net als bij klimaat is het voor biodiversiteit van belang om een sector- of zelfs subsectorbenadering te hanteren. We zien dat de impact van een bedrijf op de biodiversiteit en de risico’s die dit bedrijf loopt als gevolg van biodiversiteitsverlies zeer specifiek kunnen

zijn, afhankelijk van de bedrijfsactiviteiten en de betreffende supply chains. Waar ontbossing voor het ene bedrijf materieel is, is watergebruik dat voor een ander bedrijf. Dat vergt gebruik van diverse databronnen en een ander type screening dan puur te kijken naar CO₂-uitstoot. Dat begrip op sector- of zelfs bedrijfsniveau is erg belangrijk.’

Langen: ‘De kern hier is de definitie van risk appetite. Risico gedefinieerd als de standaarddeviatie van rendement is een te nauwe kijk op risico. We lezen steeds meer berichten over de achteruitgang van biodiversiteit, terwijl ons hele economische systeem samenhangt met ecosysteemdiensten. Als die ecosysteemdiensten in elkaar storten en wegvallen, vrees ik dat beleggingsportefeuilles grote verliezen moeten boeken. Ik zou willen dat iedereen die portefeuilles beheert voor klanten zich afvraagt of ze dit voldoende meenemen in hun investeringsbeslissingen.’

Moeten we klimaat- en biodiversiteitsdoelstellingen koppelen om synergie te creëren?

Kamphuis: ‘We moeten zeker op zoek gaan naar synergieën en er zijn in het klimaat- en natuurthema veel mogelijkheden. Kijk bijvoorbeeld naar renewables: we hebben gezien dat de grond onder zonneparken zich herstelt en bijdraagt aan de biodiversiteit. Bij offshore windenergie kan rekening worden gehouden met natuurlijke ecosystemen en hoe deze versterkt kunnen worden. Als wij engagement voeren met de detailhandel, richten we ons voor een groot deel op klimaat, omdat juist daar de winst voor de biodiversiteit valt te behalen, bijvoorbeeld ontbossing als onderdeel van de Scope 3-uitstoot.’

Triesschijn: ‘Toen we onze eerste analyse van de hele portefeuille deden, waren er enkele ‘usual suspects’ van negatieve impact op biodiversiteit, zoals palmolie. Maar er waren ook bedrijven en sectoren waarvan we niet hadden verwacht dat die ook een negatieve impact zouden hebben. Producenten van windmolens bijvoorbeeld. Dat komt door de grondstoffen die nodig zijn voor hun productie en de moeilijkheid om ze te recyclen. Wat we nodig hebben, is een holistische benadering, zoals we ook al zien in de Europese wetgeving met bijvoorbeeld de ‘do no significant harm’-criteria. Je kan het klimaat niet op zichzelf bekijken, je moet

de principes van biodiversiteit daarin meenemen. Dat is soms een uitdaging, want zonder die principes zou het in een aantal gevallen eenvoudiger zijn om de energietransitie te versnellen. Zo moeten we bijvoorbeeld met windmolenproducenten bespreken hoe ze materialen beter gaan hergebruiken.’

Tupker: ‘We hebben inderdaad een synergieaanpak nodig. Kijk bijvoorbeeld naar de groeiende vraag naar en noodzaak van bio-based materialen. Die hebben veel hout nodig. Maar dat zet de ontbossing nog meer onder druk. Er bestaan inderdaad veel van dat soort compromissen tussen de doelen voor biodiversiteit en voor klimaat. We moeten dit echter als een kans beschouwen en de dingen beter en realistischer gaan doen. We zouden moeten beginnen op plekken waar de trade-offs het kleinst zijn. Zo kunnen we gewend raken aan het omgaan met dit soort trade-offs. Ontbossing heeft bijvoorbeeld invloed op zowel het klimaat als de biodiversiteit. Als we vanuit deze integrale lens de problematiek leren oplossen, kunnen we die geleerde lessen ook toepassen op andere trade-offs en leren we dus omgaan met het maken van zulke keuzes.’

Praatjes vullen geen gaatjes, hoe gaan we van praten naar doen?

Tso: ‘Het is heel moeilijk om positieve impact te vinden aan de beursgenoteerde kant. Wij integreren SDGs, bijvoorbeeld door engagement en uitsluiting. Biodiversiteit is daar een onderdeel van. Voor elke beleggingscase kan je een bepaald doel stellen. Je kan biodiversiteitsgerelateerde oplossingen nemen, zoals in duurzame landbouw of duurzame bosbouw, en deze vergelijken met meer algemene risk-return-mogelijkheden. Ga vervolgens na

‘We moeten het verlies aan biodiversiteit stoppen en terugdraaien, en niet tevreden zijn met een beetje minder vernietigen.’

‘Zodra je biodiversiteit als een materieel risico beschouwt, moet je mitigerende maatregelen nemen.’

wat de kosten of kansen zijn bij het stellen van een bepaald doel, naast het financiële rendement. Zo kan je zien wat de potentiële impact is.’

Langen: ‘Footprinting geeft je veel informatie. Het maakt je ook bewust van waar het probleem eigenlijk zit, omdat je geconfronteerd wordt met het biodiversiteitsverlies dat daaruit voortvloeit. Wij hebben vervolgens gekeken hoe we dat kunnen compenseren en hebben voor onszelf een ‘net zero loss’-doelstelling voor biodiversiteit gesteld. Helaas zijn er sectoren waar het momenteel onmogelijk is om een positieve impact te creëren. In plaats daarvan hebben we ons gericht op vier sectoren waar dat wel mogelijk is: agrobosbouw, duurzame bosbouw, duurzame aquacultuur en ecotoerisme. Er zijn daadwerkelijke business cases waar je nu al in kan investeren, die een positieve impact hebben en bovendien je portefeuille diversifiëren.’

Braswell: ‘Kijk ook naar de wetgeving die op ons afkomt, zoals de CSRD en de natuurherstelwet van de EU. De bedrijven die op dit gebied zullen winnen, zijn degene die leren wat ze op dit moment moeten doen. Die zullen klaar zijn als het geen keuze meer is, maar een vereiste, een belasting of een financiële verplichting. Op die manier zullen ze voorbereid zijn om de stap te zetten van alleen maar erover praten naar daadwerkelijk doen. Asset managers beginnen te beseffen dat we positieve oplossingen nodig hebben om aan alle nieuwe verplichtingen te kunnen voldoen. En het hebben van een duidelijke regeneratiefocus in je portefeuille vormt een echte aanvulling op een strategie van minder schade toebrengen. Er zijn zo veel bedrijven waarin kan worden geïnvesteerd die over 10, 15 jaar de nieuwe grote bedrijven zullen zijn, de tijdshorizon waar pensioenfondsen ook mee werken. Wie zijn die nieuwe bedrijven voor die nieuwe economie, die zich richten op alternatieven, vervanging en herstel, in plaats van de bedrijven die nog steeds zitten in het ‘graaf-een-gat-scenario’? ■

IN HET KORT

Als ecosysteemdiensten in elkaar storten en wegvallen, zullen beleggingsportefeuilles grote verliezen moeten boeken.

Om te kunnen blijven genieten van de economische welvaart die we vandaag de dag hebben, moeten we elk jaar 20 miljard ton CO₂ uit de lucht halen.

Er is helaas nog veel negatieve impact op de biodiversiteit in de meeste beleggingsportefeuilles: het is erg moeilijk om positieve impact te vinden aan de beursgenoteerde kant.

Klimaat- en biodiversiteitsdoelstellingen moeten gekoppeld worden om synergie te creëren.

Institutionele vermogensbeheerders moeten creatief gaan denken en samenwerkingen opzetten om daadwerkelijk kapitaal te alloceren richting positieve impact op het gebied van biodiversiteit.

Verborgeneveneffecten van economische groei

Hoewel betere economische vooruitzichten altijd goed nieuws zijn voor de financiële markten, gaan ze in veel ontwikkelde landen gepaard met een verslechtering van de ecologische voetafdruk. Leaders op het gebied van duurzaamheid laten vaak een bijzonder lage score zien op SDG 12. Daarom moeten afvalreductie en recycling veel meer aandacht krijgen.

Door Irina Kurochkina

Het bbp-niveau en de algemene duurzame ontwikkeling van een land zijn positief aan elkaar gerelateerd, zoals te zien is in veel ESG-evaluaties. Hoewel dit verband goed opgaat voor de gemiddelde scores en sub-indicatoren voor overheidsinstellingen en sociale vooruitgang, is het verband negatief voor veel klimaatgerelateerde factoren. Dat wordt voornamelijk veroorzaakt door het hoge consumptieniveau in ontwikkelde landen, waardoor meer goederen moeten worden geproduceerd, wat leidt tot een hoog verbruik van energie, water en land.

Uit een beoordeling van de prestaties van landen met betrekking tot de SDGs van de Verenigde Naties¹ blijkt dat landen met een hoog inkomen aanhoudend zeer

laag scoren op SDG 12: Verantwoorde consumptie en productie. Dat doel gaat over het bevorderen van duurzame praktijken in consumptie en productie, om zo de achteruitgang van het milieu te voorkomen die gepaard gaat met de huidige economische vooruitgang en levensstijlkeuzes.

De kwantitatieve score in de SDG-index is gebaseerd op indicatoren met betrekking tot de hoeveelheid afval per hoofd van de bevolking en afvalbeheerpraktijken, zoals recycling, evenals geïmporteerde en productiegerelateerde schadelijke uitstoot van stikstof en zwaveldioxide.

Omdat landen met een hoog inkomen tien keer zoveel afval produceren als landen met een laag inkomen, is er

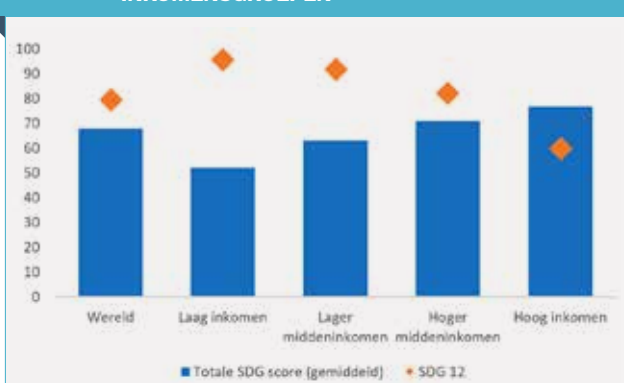


een duidelijke discrepantie in de scores van landen in verschillende inkomensgroepen op basis van het bbp (zoals gedefinieerd door de Wereldbank). De landen met hoge inkomens hebben een gemiddelde SDG 12-score van net rond de 60, wat veel lager is dan het gemiddelde voor andere landen, zoals Figuur 1 laat zien. Tegelijkertijd is de algemene SDG-score, die het gemiddelde vertegenwoordigt op basis van alle 17 SDGs, met 77 het hoogst voor landen met een hoog inkomen.

Het gaat niet alleen om uitstoot

In 2022 heeft de VN 30 maart uitgeroepen tot International Zero Waste Day om zo aandacht te vragen voor niet-duurzame productie en consumptie. Het onderwerp afval is niet iets waar mensen vaak over praten of snel enthousiast over raken, maar het is een van de belangrijkste aandachtsgebieden voor duurzame ontwikkeling in ontwikkelde economieën. Het onderwerp wordt vaak overschaduwd door andere klimaatgerelateerde

FIGUUR 1: VERGELIJKING VAN DE TOTALE SDG-Score VERSUS SDG 12 IN LANDEEN IN VERSCHILLENDE INKOMENSGROEPEN



Bron: Aegon Asset Management, Sachs, J.D., Lafortune, G., Fuller, G., Drumm, E. (2023). Implementing the SDG Stimulus. Sustainable Development Report 2023

‘Het is nog maar de vraag of economische groei te verzoenen is met duurzame consumptie en productie.’

initiatieven, zoals het terugdringen van broeikasgasemissies. Hoewel ‘net zero’ voor broeikasgasemissies door veel regeringen en bedrijven is toegezegd, zou een ‘netto nul afval’-verplichting een beter instrument zijn om lagere emissies te bereiken, door meer inspanningen te richten op verantwoorde consumptie en productie.

Het verbeteren van de manier waarop ontwikkelde landen met hun afval omgaan is cruciaal. De focus moet daarbij niet alleen liggen op recycling, maar ook op afvalvermindering, omdat hogere inkomens meer afval produceren dat moeilijk te recyclen is. Het hogere bbp per hoofd van de bevolking stelt consumenten bijvoorbeeld in staat om kapotte dingen gemakkelijk te vervangen in plaats van deze te repareren en om overheidsbeleid voor recycling te negeren, ondanks financiële prikkels (bijvoorbeeld een plastic fles weggooien in plaats van deze terugbrengen naar een winkel in ruil voor statiegeld).

De snelheid waarmee in veel delen van de wereld nieuw afval wordt gedumpt op stortplaatsen en in oceanen is alarmerend en het wordt alleen maar erger. Een gevoelig onderwerp is ook hoe ontwikkelde landen negatieve externe effecten voor andere landen veroorzaken door bijvoorbeeld daar hun plastic afval naartoe te exporteren. Daarom ligt de

druk in eerste instantie op landen met hoge inkomens, vanwege het cascade-effect op consumptieniveaus wereldwijd en niet alleen binnen hun grenzen.

Duurzaamheidsleiders moeten ook de transitie maken

Beleggers moeten extra voorzichtig zijn met het gebruik van ESG-ranglijsten of gemiddelde scores bij het samenstellen van hun portefeuille, omdat dat misleidend kan zijn en zelfs kan leiden tot resultaten die het tegenovergestelde zijn van duurzame doelstellingen. Wij geloven dat het gedetailleerd beoordelen van gegevens in combinatie met een kwalitatieve beoordeling essentieel is om te begrijpen of een land op de goede weg is met duurzame ontwikkeling op verschillende vlakken.

Hoewel landen met een hoge score op het gebied van duurzame ontwikkeling veelal als leiders gezien worden en weinig vragen krijgen van verantwoorde beleggers, moeten deze landen ook inspanningen blijven leveren om zo hun zwakke punten te verbeteren.

Om te illustreren hoe relevant dit onderwerp is, hebben we uit 166 landen de vijf landen geselecteerd die de laagste SDG 12-scores hebben, ondanks dat ze worden gezien als behoorlijk gevorderd in hun duurzame ontwikkeling. In de SDG-index staat Denemarken op nummer 3 met een hoge gemiddelde SDG-score van

86. Toch scoort dat land op SDG 12 maar 45. Noorwegen staat op nummer 7 met een gemiddelde van 82, maar scoort op SDG 12 slechts 40. Het gemiddelde van België is 79, maar met SDG 12 niet meer dan 45, Luxemburg scoort 78 en 40, en onderaan staat IJsland met 78 en een SDG-12 score van maar 38.

Om met behoud van economische vooruitgang nieuwe wegen voor duurzame ontwikkeling te verkennen, moeten deze landen de transitie leiden. Ze hebben allemaal een hoog bbp per hoofd van de bevolking en veel van de SDGs zijn bijna volledig gehaald. De regeringen van deze landen kunnen hun land zeker sturen in de richting van duurzame consumptie en productie, zoals ze dat ook met andere SDGs gedaan hebben.

Uiteindelijk is het nog maar de vraag of economische groei te verzoenen is met duurzame consumptie en productie. De rol van nationale overheden en internationale overeenkomsten zal de sleutel zijn om zinvolle vooruitgang te boeken op SDG 12. De VN-resolutie over plasticvervuiling en aanverwante activiteiten op het gebied van afvalbeheer is een belangrijke stap om wereldwijde samenwerking te bevorderen ten gunste van de mensheid en de planeet.

Hopelijk zullen landen, bedrijven en individuen inzien dat hun ‘footprint’ voor grondstoffengebruik en afvalproductie duurzame ontwikkeling in de weg staat. ■



Irina Kurochkina

CFA, Portfolio Manager, Aegon Asset Management

IN HET KORT

Economische groei in ontwikkelde landen verergert vaak de ecologische footprint door modern consumptiegedrag.

Ondanks hun algemene duurzame ontwikkeling, scoren landen die een hoge ranking hebben in de SDG-index, laag op SDG 12 voor verantwoorde consumptie en productie.

Afvalreductie en recycling zijn cruciaal voor duurzame ontwikkeling.

Leiders op het gebied van duurzaamheid moeten zwakke punten verbeteren, terwijl ze economische groei behouden, met steun van nationale overheden en internationale overeenkomsten.

¹ Voor alle 17 duurzame ontwikkelingsdoelen en achtergrondinformatie, zie <https://unric.org/nl/duurzame-ontwikkelingsdoelstellingen/>

Investeren, consolideren of een coöperatie worden?

Sinds de hernieuwde beursnotering van ABN AMRO in 2015 is de prijs van het aandeel nauwelijks veranderd. Ook als het dividend wordt meegenomen, blijft het aandeel ver achter ten opzichte van de AEX én de Euro Stoxx Banks. Hoe kan dit doorbroken worden?

Door *Mahsun Dogan* en *Kiemthin Tjong Tjin Joe*, geschreven op persoonlijke titel

Zelfs nu de bank profiteert van een hogere kortetermijnrente, lijkt de aandelenprijs van ABN AMRO niet echt van de grond te komen. Aandelenkoersen kijken vooruit en zien blijkbaar weinig groeipotentie. Dat is ook op te maken uit de lage koerswinst en koersboekwaardeverhouding. Wat is er aan de hand en wat zijn de mogelijke strategieën om aantrekkelijker te worden?

‘Totdat een concretere samenwerking of overname aan de orde is, is het wellicht beter voor de aandeelhouder als ABN AMRO eigen aandelen inkoop.’



Waar het misging

Laten we het eerst hebben over waarom beursgenoteerde banken niet meer zo winstgevend zijn als een aantal decennia geleden.

Na de kredietcrisis in 2008 grepen de financiële autoriteiten in, waardoor banken hun verdienmodel moesten aanpassen. Dit hield onder andere in dat ze grotere kapitaalbuffers moesten aanhouden, waardoor er relatief minder kapitaal beschikbaar was om te investeren. Ook mocht er minder op eigen boek worden gehandeld. Daarnaast werden de banken door de financiële autoriteiten in Nederland gestimuleerd om te vertrekken uit het buitenland om een saaie en voorspelbare binnenlandse bank te worden. Voor ABN

AMRO waren de gevolgen nog ingrijpender, omdat ze in 2008 werd genationaliseerd en pas in 2015 weer naar de beurs werd gebracht.

Eenmaal op de beurs was de bank nog maar een schim van de hoogtijdagen vlak na 2000, toen het een van de grootste financiële instellingen ter wereld was. Na de hernieuwde beursgang in 2015 was het bedrijf weliswaar beter gekapitaliseerd, maar belangrijke winstgevende onderdelen, waaronder de dochterbedrijven in Zuid-Amerika, waren er niet meer. Door de hogere kapitaalbuffers was er verder minder kapitaal beschikbaar voor leningen. Deze gingen bovendien voornamelijk naar de Nederlandse markt, waar de afgelopen decennia een

lagerenteomgeving heerste en de bank dus relatief weinig rendeerde. Vandaag de dag is ze dus sterk verweven met de Nederlandse economie en met een vergrijzende bevolking worden de mogelijkheden om te groeien er niet beter op.

In tegenstelling tot de aandeelhouders, zijn de obligatiehouders wel tevreden. Het afgelopen decennium hebben zij profijt gehad van de herstructurering. Een beter gekapitaliseerde bank, die gedeeltelijk in handen van de overheid is en een saaiere en voorspelbaardere balans heeft, is goed nieuws voor obligatiehouders.

Welke strategieën kan de bank gebruiken om de status quo te veranderen? Hieronder noemen we er drie. De eerste twee zijn aandeelhoudersvriendelijk, terwijl de derde – hoewel radicaal – op de lange termijn potentie heeft voor andere stakeholders.

Strategie 1: Investeringsmogelijkheden zoeken in het buitenland

Grensoverschrijdende investeringen of overnames vormen een intuïtieve strategie om te groeien. Zo hebben de grotere Japanse banken de afgelopen decennia hun investeringsportefeuille en leningenboek steeds verder uitgebreid met buitenlandse investeringen. Deze strategie is voor de Japanse banken redelijk succesvol geweest.

Een andere mogelijkheid is het overnemen van een buitenlandse bank. Echter, bij een overname dienen

toezichthouders toestemming te geven. Bovendien is ABN AMRO met een beurswaarde van zo'n € 14 miljard een van de kleinere spelers in Europa, waardoor overnames over de grens niet opportuun zijn. Ze heeft zich daarom gericht op kleinere overnames in Nederland, zoals die van de online broker BUX in december 2023. Het zal bij deze strategie dus eerder om grensoverschrijdende investeringen gaan dan om overnames.

Strategie 2: Samengaan met andere banken

Consolidatie zorgt voor synergie-effecten en kostenbesparingen. Als een overname niet lukt, ligt een samenwerking met andere banken voor de hand. Daarbij is het waarschijnlijker dat ABN AMRO (koers-boekwaarde 0,6) een prooi is dan een jager. De Finse bank Nordea is bijvoorbeeld al vaker genoemd in discussies over samenwerking, maar is met een beurswaarde van circa € 39 miljard bijna drie keer zo groot en kan met een koers-boekwaarde van 1,3 wél makkelijker overnames met aandelen financieren. Begin 2024 werd Deutsche Bank genoemd in de media. Ook bij Deutsche Bank (koers-boekwaarde 0,5) zal het financieren met aandelen lastiger worden. Totdat een concretere samenwerking of overname aan de orde is, is het wellicht beter voor de aandeelhouder als ABN AMRO eigen aandelen inkoop.

Bij een overname wordt vaak een premie geboden op de huidige aandelenkoers, zodat er voor de aandeelhouders opwaarts koerspotentieel in zit.

Strategie 3: Een coöperatieve bank worden

Een coöperatieve bank worden lijkt een radicaal idee. De bank accepteert dan dat aandeelhouders niet meer voldoende beloofd kunnen worden en koopt ze uit. De rekeninghouders worden vervolgens eigenaar. De bank krijgt dan een maatschappelijke doelstelling in plaats van een winstdoelstelling. Op het moment van schrijven zal het uitkopen van de aandeelhouders tientallen miljarden kosten. Bij een coöperatieve bank gaat de volledige winst naar de stakeholders, zoals de klanten die een rekening hebben. De winst kan ook worden gebruikt om de service van de bank te verbeteren, bijvoorbeeld door investeringen in IT. Het lijkt een radicaal idee, maar is in Finland al in praktijk gebracht door OP, wat goed heeft uitgekapt. Winst wordt daar voor een groot deel weer terug geïnvesteerd in de bank om de service te verbeteren. Als je kijkt naar de succesvolste banken in Europa, zijn dat vaak coöperatieve banken, zoals Crédit Mutuel in Frankrijk en Rabobank in Nederland.

Er zijn berichten dat Rabobank haar coöperatieve karakter aan het verliezen is, omdat het steeds centraler wordt bestuurd. Ofschoon de aansturing van de coöperatie verandert, blijft het een coöperatieve bank, zoals ze zelf ook benadrukt heeft. De lokale commissarissen en de ledenraden houden ook in het nieuwe model invloed op de maatschappelijke doelstellingen van de bank. ■



Mahsun Dogan

Senior Portfoliomanager
Credit Investments,
PGB Pensioendiensten



Kiemthin Tjong Tjin Joe

Senior Investment Manager,
Stichting Nedlloyd
Pensioenfonds

IN HET KORT

In tien jaar tijd is het aandeel ABN AMRO nauwelijks gestegen.

Die status quo kan de bank doorbreken door in het buitenland te investeren, samen te gaan met of overgenomen te worden door een andere bank of een coöperatieve bank te worden.

Alle drie de scenario's zijn plausibel en met succes door andere banken gebruikt.

Het belang van de Amerikaanse presidentsverkiezingen

Niet eerder waren er in de wereld zo veel verkiezingen als in 2024. De impact van de Amerikaanse presidentsverkiezingen is het grootst, ook voor financiële markten.

Normaal gesproken zijn verkiezingen niet zo relevant voor beleggers. Meestal zijn de veranderingen maar klein. Door de polarisatie in de maatschappij van de afgelopen jaren nemen de politieke verschillen echter toe. Niet zozeer tussen links en rechts, maar meer tussen het volk en de elite. Dat is een direct gevolg van de globalisering, grotere inkomensverschillen en het gebrek aan economische groei in het nieuwe normaal na de Grote Financiële Crisis. Het speelde een rol bij Brexit, maar de climax was het presidentschap van Donald Trump. De eerste termijn van Trump is hem min of meer overkomen. Hij dacht tot het laatst dat hij het niet zou redden, maar mede dankzij de afkeer van Hillary Clinton kon Trump winnen. Vergeleken met toen is zijn voorbereiding nu veel beter. Bovendien staat hij in de peilingen in vijf van de zes swingstates voor. Trumps plannen voor zijn tweede termijn klinken wel extremer dan voorafgaand aan zijn eerste termijn. Dat is een van de redenen waarom President Joe Biden toch nog kan winnen.

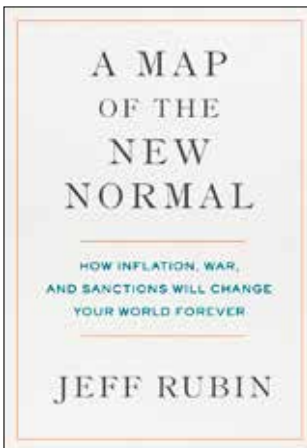
Het lijkt erop dat Trump te vroeg heeft gepiekt. Het is nog lang tot aan de verkiezingen in november. Hoewel de vele rechtszaken voor zijn achterban geen enkel beletsel vormen om op hem te stemmen, kijkt de zwevende kiezer daar toch anders tegenaan. Bovendien kosten die rechtszaken veel geld. Geld dat niet naar de campagnekas gaat. Even leek het erop dat Trump met zijn aandeel in Trump Media een

alternatieve inkomensbron had gevonden, maar de koers is alweer gehalveerd. Daarnaast mag hij in de eerste zes maanden toch niet verkopen. Bovendien zijn de Republikeinen onderling nóg meer verdeeld dan de Democraten. Met name op het gebied van abortus en het kwijtschelden van studieschulden kan Biden ook Republikeinen aan zich binden. Verder worden in de peilingen ook de onafhankelijke kandidaten meegenomen: Kennedy, West en Stein. Verwacht mag worden dat de stemmen voor Kennedy naar Biden zullen gaan als Kennedy afhaakt. Ook is er een demografisch effect: jongere kiezers stemmen vooral op de Democraten. Tot slot hebben de Republikeinen na de overwinning in 2016 en de midterm elections in 2022 niet zo veel gepresteerd.

Even leek Biden het te verliezen door zijn standpunt ten aanzien van Israël. Door de Palestijnse protesten binnen de linker-vleugel van de Democraten raakte de Joodse kiezer die traditioneel op de Democraten stemt, van hem vervreemd. Bovendien was Biden ook een sterke tegenstander van het Strategic Defense Initiative van Ronald Reagan, een programma waar uiteindelijk de Patriot-raketten en ook de Iron Dome uit zijn voortgekomen. Door de inflatie is Biden ook de minst populaire president ooit. Hij heeft echter nog een troef achter de hand. Op het moment dat Taylor Swift zegt dat je op Biden moet stemmen, zal haar achterban dat ook daadwerkelijk doen. Die achterban is groot en voor een belangrijk deel ook Republikeins. De overwinning van Biden kan een groot verschil maken voor de energietransitie, het voortbestaan van de NAVO, de oorlog in Oekraïne, en de wereldhandel. De eerste keer reageerden de markten positief op de overwinning van Trump, deze keer zullen ze positief reageren op zijn verlies. ■



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

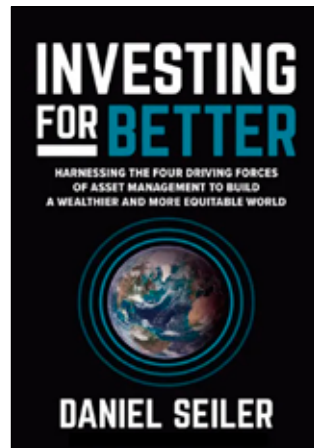


A map of the new normal

Een beeld van een nabije toekomst die heel anders zal zijn. Oorlog, toeleveringsproblemen, geopolitieke herschikking, binnenlandse onrust en energieschaarste veranderen alles.

Jeff Rubin,
Penguin Random House

tinyurl.com/FI2024-JRubin



Investing for better

ESG-pionier en ervaren vermogensbeheerder Daniel Seiler stelt een nieuw model van asset management voor dat de wereld verbetert en gezonde financiële resultaten genereert.

Daniel Seiler,
McGraw Hill

tinyurl.com/FI2024-DSeiler

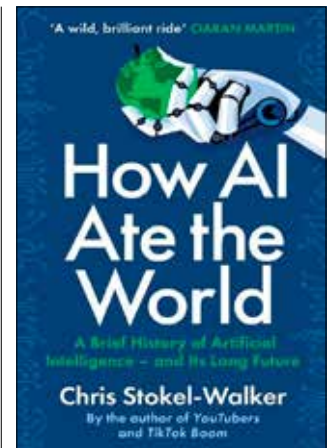


Measuring ESG effects in systematic investing

Praktische inzichten in de wijze waarop ESG-overwegingen opgenomen kunnen worden in een kwantitatief beleggingsproces, met aandacht voor zowel de credit- als de equity-markten in de VS, de EU en China.

Lev Dynkin et al.,
Wiley

tinyurl.com/FI2024-LDynkin



How AI ate the world

Alles over de ontwikkelingen, de toekomst en de duistere kant van AI. Welke beroepen gaan erdoor winnen en verliezen? Is er sprake van een existentiële dreiging?

Chris Stokel-Walker,
Canbury Press

tinyurl.com/FI2024CStokel



PAPERS

The simple macroeconomics of AI

Bespreking van waarschijnlijke effecten van AI: geen afname van inkomensongelijkheid, grotere kloof tussen kapitaal- en arbeidsinkomen, negatieve sociale impact van nieuwe AI-taken.

Daron Acemoglu,
MIT, working paper, april 2024

tinyurl.com/FI2024-DAcemoglu



(Re)Balancing act: the interplay of private and public assets in dialing the asset allocation

Een nieuwe manier om naar asset allocatie en herbalanceren te kijken bij portefeuilles met private assets, gegeven hun illiquiditeit en onregelmatige waarderingen.

Redouane Elkamhi et al.,
The Journal of Portfolio Management, 50-6 (2024-04)

tinyurl.com/FI2024-RElcamhi



Forecasting annual inflation using weekly money supply

De MIDAS-methode (mixed-data sampling) blijkt tot een aanzienlijke verbetering van de nauwkeurigheid van de voorspelling van inflatie te leiden, vooral voor jaren met hoge inflatie.

Gavin Ooft et al.,
Journal of Quantitative Economics, 22-1 (2024), p.25-43

tinyurl.com/FI2024-GOoft



Uncovering the greenium: investigating the yield spread between green and conventional bonds

Hebben green bonds een premium ten opzichte van vergelijkbare obligaties? Een analyse van rendementsverschillen wijst in die richting, maar kan het niet met zekerheid vaststellen.

Paola Fandella et al.,
Investment Management and Financial Innovations, 21-2 (2024), p.56-69

tinyurl.com/FI2024-PFandella



Leidt stop op arbeidsimmigratie tot koopkrachtverlies?

Arbeidsimmigratie is een veelbesproken onderwerp dat vaak als iets negatiefs wordt gepresenteerd. Zo zou de komst van buitenlandse arbeidskrachten nadelig zijn voor de Nederlandse burger. Maar is dat het enige? Nederlanders zijn de laatste drie jaar door sterk toenemende inflatie hard geraakt in hun besteedbare inkomen. Leidt een stop op arbeidsimmigratie niet tot veel meer inflatie?

Drie thema's zijn van grote invloed op inflatie: demografie, regulering en innovatie.

In 'The Great Demographic Reversal' stellen Charles Goodhart en Manoj Pradhan dat de omkering van de demografische trends van de afgelopen decennia inflatie tot gevolg zal hebben. Het belangrijkste argument dat zij hiervoor geven, is dat de bevolking minder productiekrachten ten opzichte van het aantal consumenten zal hebben. Die trendomkering wordt bepaald door vergrijzing. Hierdoor zien we een afname van het aantal actieven ten opzichte van het aantal niet-actieven (in Nederland degenen jonger dan 15 en ouder dan 67 jaar). Mogelijkheden om die afhankelijkheidsratio te verbeteren, zoals stimulatie van de participatie van vrouwen op de arbeidsmarkt en het verhogen van de pensioenleeftijd, blijken onvoldoende. De participatie van vrouwen in Europa neemt weliswaar al jaren toe, maar onvoldoende. De verhoging van de pensioenleeftijd richting 70 jaar lijkt, althans in Europa, onrealistisch.

Mogelijk kan deregulering de productiviteit weer verhogen. Het aantal wetten en regels in Nederland is in de afgelopen 25 jaar vrijwel verdubbeld. In een eerdere column heb ik al gewezen op de gevolgen van het 'rule based' reguleren. Maar hoe staat regulering in relatie tot inflatie? De materiële kosten van regulering om de klimaatverandering te beteugelen, zoals investeringen in schonere productie, zullen inflatieverhogend

uitpakken. Daarnaast kent regulering procedurele kosten, zowel aan de voorbereidingskant bij de overheid als aan de uitvoeringskant in de private sector. Los van de financiële implicaties zit aan regulering ook nog een arbeidscomponent. Circa 12,5% van de beroepsbevolking is werkzaam bij de overheid. Een vermindering van het aantal regels moet minder ambtenaren vergen om die te handhaven en helpt nieuwe regels te voorkomen. Ook in de private sector zou dit een aanzienlijke besparing van arbeidsjaren opleveren. Jaren die anders alleen maar aan de uitvoering van regels besteed worden: een niet-productieve inzet van arbeid.

Kortom, deregulering zou zowel bij de overheid als in de private sector kunnen leiden tot het vrijmaken van productieve arbeid. Een verbetering van de productiviteit dus, die de verslechterde afhankelijkheidsratio zou kunnen neutraliseren.

Technologische innovatie heeft ook grote impact op de productiviteit en daarmee op inflatie. De westerse wereld laat al jaren een afnemende groei van de productiviteit zien. Dit heeft alles te maken met afnemende werkgelegenheid in hoogproductieve sectoren en toenemende werkgelegenheid in laagproductieve sectoren zoals horeca en zorg. De grote vraag is of we in de komende jaren in de laagproductieve sectoren dezelfde groei in productiviteit gaan zien als eerder in de dienstensector. De productiviteitsgroei in de diensten in de jaren negentig zorgde in het Westen voor een daling van de inflatie. Of we dit weer gaan zien in arbeidsintensieve sectoren als de zorg en de horeca, dat is de grote vraag.

Als we ervoor kiezen de arbeidsimmigratie te stoppen, is het waarschijnlijk dat we – aanzienlijk – meer inflatie krijgen. En dat is niet goed voor de Nederlandse burger. Politici zullen dus grote inspanningen op het gebied van (de)regulering en innovatie moeten verrichten om te voorkomen dat we een toekomst met toenemende inflatie tegemoet gaan. ■



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

Robin Logher

Van Blue Sky Group
naar Het Nederlandse Pensioenfonds



2008
Finance, Vrije
Universiteit Amsterdam

1986
Geboren in Amsterdam

Proficiat met uw nieuwe stap. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

Dank je, heel goed! Ik proefde vanaf de eerste dag de goede sfeer. Het is een professioneel team dat de laatste tijd flink gegroeid is en nog meer groeiambities heeft voor het APF. Die energie voel je. Omdat het nog een relatief kleine organisatie is, krijg je veel mee van wat er speelt. Ik kon er meteen induiken.

U begon uw professionele carrière bij Willis Towers Watson (WTW) en Cedar. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren uw ervaringen?

Ik heb naast binding met de financiële markten ook

altijd een technische affiniteit gehad. Dat kwam tot uiting in data-analyse en wat programmeren. Vandaar de start als data-analist. Iets later kreeg ik de kans om te werken als analist bij WTW op de afdeling Investments. Ik heb daar een goede tijd gehad en veel mensen leren kennen, die nu verspreid over de financiële sector goed bezig zijn. Ik was altijd onder de indruk van de diversiteit aan mensen die toch goed kunnen samenwerken.

Kunt u kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

WTW was een goede leer-schouwer voor alles wat te maken had met vermogensbeheer en de pensioensector. Als junior was ik vooral bezig met strategische portefeuilleconstructie en ALM-studies. Ik ben op natuurlijke wijze doorgegroeid tot adviseur: een goede combinatie van kwantitatieve en meer soft skills.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Het Nederlandse Pensioenfonds?

HNPf heeft mij rechtstreeks benaderd om eens rond de tafel te zitten. Het was een leuk eerste gesprek waar we het al snel over de inhoud hadden.

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan gebruiken bij Het Nederlandse Pensioenfonds?

Mijn rol als fiduciair adviseur, met kennis van

vermogens- en pensioenbeheer en ook zeker van de Wtp die ik heb opgedaan, draagt direct bij. Inhoudelijk is HNPf en de functie dan ook een hele goede match.

Vindt u het een uitdaging om in deze nieuwe functie te beginnen?

Zeker, maar die uitdaging ben ik ook bewust aangegaan. In mijn nieuwe rol overzie ik de gehele vermogensbeheerketen, waar ik me hiervoor met name had gefocust op strategisch en fiduciair advies. Ik zie het als een nieuwe kans om door te ontwikkelen.

Wat verwacht u bij Het Nederlandse Pensioenfonds te bereiken?

Ik verwacht dat de komende tijd zowel de agenda's als de gedachten bezet worden door Wtp-onderwerpen. Ik zie het als mijn taak om, waar nodig, een bijdrage te leveren aan een goede transitie. Verder zie ik HNPf graag verder groeien. Elk pensioenfonds dat de overstap naar HNPf maakt, geeft ons de mogelijkheid de dienstverlening weer verder te verbeteren.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Mijn volle focus ligt op mijn huidige functie, een commitment voor de lange termijn. Ik heb echter altijd zeer brede interesses gehad. Zo ben ik momenteel, als het even lukt, bezig met het leren van de Japanse taal. Naast mijn rol bij HNPf zal ik dus mijn gedachten de vrije loop laten. ■

Kees Swinkels

wordt Partner bij Mercer.

Don Gerritsen

is benoemd tot Sustainable Investment Leader EMEA bij Deloitte.

Tan Vo

gaat aan de slag als Credit Trader bij Van Lanschot Kempen.

Marije Elkenbracht

is aangesteld als Chief Risk Officer bij MUFG Bank Europe.

Saskia Hoskens

is benoemd tot Chief Risk Officer van de Volksbank.

Wim Wensing

is verkozen tot Voorzitter van IVBN.

Bas Bakker

is begonnen als Wealth Manager bij Wealth Management Partners.

Tjeerd Krumpelman

wordt Partner bij Grant Thornton Impact House.

Ivo de Wit

is benoemd tot Managing Director van het beleggingsteam Real Estate bij Goldman Sachs Asset Management in Londen.

Roelie van Wijk-Russchen

is toegetreden tot het Algemeen Bestuur van ABP.

Martin Kraaij

is benoemd tot Fund Director van het ASR Dutch Science Park Fund van a.s.r. real estate.

Joey Veraart

is begonnen als Unitmanager Operational Risk Management bij Pensioenfonds Horeca & Catering.

Jeroen van Rooij

is aangesteld als Head of Benelux & Nordics bij Fiera Capital.

Eric Mathijssen

is begonnen als Investment Specialist bij APG Asset Management.

Fanny Ruighaver

is aangesteld als Head of Wholesale Distribution Netherlands & Belgium bij LGIM.

Frank Poorthuis

is benoemd tot Directeur van Pensioenfonds Sagittarius.

Ton Duijn

is aangesteld als Team Lead & Senior Investment Professional Wealth Management bij ABN AMRO MeesPierson.

Mathieu de Sutter

is benoemd tot Executive Vice President, Head of Benelux & Nordics bij PIMCO.

Jan-Willem Tesselaar

is gepromoveerd tot Team Lead Investment Sales - Investment Advisor bij ABN AMRO MeesPierson.

Roelf van der Ploeg

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Werk en (Re)Integratie.

Mario Overduin

is begonnen als Senior Investment Consultant bij Mercer.

Robert van Beek

is Partner bij Bond Capital Partners geworden.

Erik Muetstege

is benoemd tot Voorzitter van de Raad van Commissarissen van NN Bank.

**Pieter Furnée**

is toegetreden tot het bestuur en de beleggingscommissie van Pensioenfonds Metaal OFP.

Erwin Sparreboom

is aangesteld als Relationship Manager bij J. Safra Sarasin.

Brenda Kramer

is benoemd tot Directeur van het Sustainable Finance Lab van de Universiteit Utrecht.

Linda Philips

is aangesteld als Chief Risk Officer van Allianz Benelux.

Theo Schut

is begonnen als Private Banker/Trader bij Bank ten Cate & Cie.

Ronald van Dijk

gaat aan de slag als Uitvoerend Bestuurder bij Pensioenfonds Rail & OV.

Guido Croonen

is begonnen als Algemeen Directeur van DSM Pension Services.

Robert Elfström

is benoemd tot Director Public Markets Nordics & Benelux bij Fidante.

Sybelle Gielisse

is begonnen als Head of Private Banking bij Rabobank.

Simon Molenaar

is aangesteld als Directeur van Pensioenfonds Campina.

Alex de Groot

is aangesteld als Team Lead Vermogensbeheer bij ABN AMRO MeesPierson.

Gül Poslu

is benoemd tot Hoofd Benelux bij Nuveen.

Sharon van Herel-Dam

begint per 1 juni als Algemeen Directeur van Klaverblad Verzekeringen.

Cor Spaans

is begonnen als Uitvoerend Bestuurder bij Pensioenfonds Essity.

Frank Vermeulen

gaat aan de slag als Market Head Netherlands Intl. bij UBS.

Jeroen Rijk

gaat aan de slag als Business Specialist Master bij Ortec Finance.

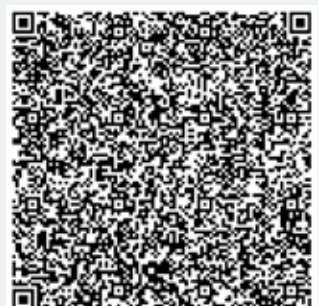
Martin van Rossum

is aangetreden als Niet-Uitvoerend Bestuurslid en lid Portefeuille Balansmanagement bij Pensioenfonds Particuliere Beveiliging.

Marjolein van Dongen

is benoemd tot Chief Client Officer bij Anthos Fund & Asset Management.

Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:



Seminar 'Climate Opportunities in Real Assets'

Datum: Dinsdag 4 juni 2024, van 13.15 tot 17.00 uur

Locatie: Madurodam, Den Haag

Welke beleggingskansen biedt het terugbrengen van de CO₂-uitstoot bij Real Assets? Hoe kwantificeer je de kosten die hiermee gepaard gaan en hoe beïnvloeden die je rendement?

Hoe meet en monitor je de klimaatrisico's in vastgoed en infrastructuur? Hoe ga je om met Scope 3?

Hoe kun je als Real Assets-belegger je impact vergroten om klimaatdoelstellingen te halen?

Hoe bepaal je het risico op stranded assets? Hoe ga je om met vastgoed dat ongeschikt is voor renovatie? In hoeverre kun je de embodied carbon reduceren?

Op **dinsdagmiddag 4 juni van 13.15 tot 17.00 uur** zullen diverse experts ingaan op deze en andere actuele vragen tijdens het educatieve seminar 'Climate Opportunities in Real Assets', onder leiding van **Reinier Mijsberg**, Head Valuation Team bij ABN AMRO.

Programma

12.30 uur: Lunch & Registratie

13.15 uur: Welkom & Inleiding

Reinier Mijsberg, Head Valuation Team, ABN AMRO

13.30 uur: Openingspresentatie over Real Assets

Frans van Lanschot, Senior Portfolio Manager, a.s.r. real assets investment partners

14.00 uur: Paneldiscussie over klimaatrisico's & beleggingskansen in vastgoed, met:

• **Iris Kampers**, Associate Director, ESG & Sustainability Lead, Savills

• **Stefan Sielias**, Senior Portfolio Manager Real Assets, Blue Sky Group

• **Arjan van Wieren**, Head of Infrastructure, Real Estate & Impact Investing, MN

14.30 uur: Real Assets, Real Change: de verduurzaming van Nederlandse woningen versnellen

Bouwe Kuik, Managing Director, Dynamic Credit Direct Lending NL, Mede-Oprichter, bijBouwe,

en **Pim Ligtoet**, CFA, Portfolio Manager, Dynamic Credit, onafhankelijk onderdeel van BNP Paribas Asset Management

15.00 uur: Koffiepauze

15.30 uur: The New Infrastructure Blueprint

Freek Spoorenberg, Head of Product Strategy, Infrastructure Equity, BlackRock

16.00 uur: Redefining the Standard for Climate Impact Investing in Real Estate

Maarten Frouws, Portfolio Manager European Real Estate, Fidelity International

16.30 uur: Paneldiscussie over klimaatrisico's & beleggingskansen in Infrastructuur, met:

• **Anish Butani**, Managing Director, Private Markets – Infrastructure, bfinance

• **Thomas van der Meij**, Senior Portfolio Manager Infrastructure, Research & Analytics, APG Asset Management

17.00 uur: Hapje & Drinkje

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor buy-side beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij pensioenfondsen, fiduciair managers, family offices, consultants, banken, verzekeraars of die werkzaam zijn op het gebied van fundselectie bij onafhankelijke asset managers. Uw aanmelding is onderhevig aan goedkeuring van Financial Investigator en de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Meer informatie: www.financialinvestigator.nl/seminar-04-06-2024



In samenwerking met:

a.s.r. real assets investment partners

BlackRock



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

De duurzame belegger voor een wereld in verandering



Fidelity
INTERNATIONAL



Good things
happen when
experts come
together



Together, we're experts
in equities, bonds, ESG,
thematics and alternatives.

Experience
The Expert Collective

> IM.NATIXIS.COM

