

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

VERTROUWEN IS DE BASIS VAN WELVAART

Prof. Lans Bovenberg,
Erasmus Economics &
Theology Institute

WE HEBBEN TOVENAARS NODIG, GEEN PROFETEN

Philippe Gijssels, BNP Paribas Fortis

BLENDED FINANCE: ACCELERATING THE ENERGY TRANSITION IN EMERGING MARKETS

Leticia Ferreras Astorqui en Nadia Nikolova,
Allianz Global Investors



RONDE TAFEL
Alternative Credit

Seminar 'Beleggen in China, Azië, Emerging & Frontier Markets'

Datum: Dinsdag 27 mei 2025 van 14:30 uur tot 18:00 uur

Locatie: Triodos Investment Management, Driebergen-Rijsenburg

Wat is de impact van het steeds meer op binnenlandse productie gerichte economische beleid van president Trump op China, Azië, Emerging en Frontier Markets? Hoe beïnvloeden de sterker wordende banden tussen China en veel Emerging en Frontier Markets de beleggingskansen?

Wat zijn de drivers voor groei en performance in China, Azië, Emerging en Frontier Markets? Welke sectoren of thema's bieden de meest aantrekkelijke beleggingskansen?

Deze en andere actuele vragen staan centraal tijdens het seminar '**Beleggen in China, Azië, Emerging Markets & Frontier Markets: lopen beleggers kansen mis?**' dat op **dinsdag 27 mei 2025 van 14.30 tot 18.00 uur** op het kantoor van Triodos Investment Management in Driebergen-Rijsenburg plaatsvindt.

De middag zal worden geleid door **Harry Geels**, Econoom en Senior Investment Advisor bij Auréus.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Roland van den Brink**, Founder, TrigNum
- **Tim Crijns**, Fund Manager Triodos Microfinance Fund, Triodos Investment Management
- **Michaël Vander Elst**, Fund Manager, DPAM
- **Louis-Vincent Gave**, Founding Partner & CEO, Gavekal
- **Carlos von Hardenberg**, Founder & Portfolio Manager, MCP Emerging Markets
- **Jennifer Passmoor**, Portfolio Manager, HSBC Asset Management
- **Sandy Pei**, Deputy Portfolio Manager, Asia ex-Japan, Federated Hermes Limited
- **René van der Zeeuw**, Investment en Board advisor

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij een family office, vereniging of stichting. Uw aanmelding is onderhevig aan goedkeuring van Financial Investigator en de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Meer informatie: <https://www.financialinvestigator.nl/seminar-27-05-2025>



In samenwerking met:



HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Ames, Joost van Mierlo, Daan Nijssen,
 Michiel Pikelharing, Lies van Rijssen en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

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

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Gosse Alserda, Jeroen van
 Bezooijen, Jan De Bondt, Rob Brand, Lans
 Bovenberg, Guy Brooks, Alicia Burke, Laura
 Cooper Scott, Frédéric Degembe, Tim Derycke,
 Han Dieperink, Mahsun Dogan, Willem van
 Dommelen, Isobel Edwards, Menno van den
 Elsaker, Leticia Ferreras Astorqui, Aurore
 Gauffre, Don Gerritsen, Sander Gerritsen, Paul
 de Geus, Rajesh Grobbee, Helen Guo, Philippe
 Gijsels, Paul Henriot, Shuo Huang, Thijs
 Jochems, Marleen Koetsier, Marit Kosmeijer,
 Anton Kramer, Joris Laenen, Bert Leffers,
 Vincent Lemaitre, Karlijn van Lierop, Christel
 Lootens, Angelo Manioudakis, Lantika
 Medema, Phil Michels, Anne-Marie Munnik,
 Judith Norbart, Nadia Nikolova, Alwin
 Oerlemans, Sander Oudmaier, Sachin Patel,
 Robert-Alexandre Poujade, Henk Radder, Jeroen
 Roskam, Jeremy Rosten, Wolf von Rotberg,
 Sjoerd Rozing, James Sackett, Martin Sanders,
 Jacob Schoenmakers, Dan Scott, Kevin Simons,
 Kiemthijn Tjong Tjin Joe, Hendrik Tuch, Reinout
 van Tuyl, Eelco Ubbels, Jop Versteeg, Linde
 Wong, Cor Zeeman en Wim Zwanenburg

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Plainview Media

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 professio-
 nele 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 verva-
 luidigd, 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.

Diversificatie is het sleutelwoord

Reageerden de financiële markten aanvankelijk euforisch op de herverkiezing van president Trump, na zijn aankondiging van wederkerige importheffingen sloeg het sentiment volledig om. Sindsdien zijn de markten zeer volatiel geworden door de grilligheid van Trump's beleid en de gevolgen daarvan voor de wereldeconomie.

De aankondigingen op 'Liberation Day' zorgden voor een schok op de financiële markten. Het al zwakker wordende vertrouwen van consumenten en producenten daalde vervolgens naar een historisch dieptepunt. De recessiekansen in de belangrijkste landen in de wereld nemen toe.

In Duitsland daarentegen vond een voor beleggers gunstige ontwikkeling plaats: het voorstel om € 500 miljard in de economie te investeren en de begrotingsregels

te versoepelen. Dit markeert een historische wijziging gezien de begrotingsdiscipline waar Duitsland in de afgelopen decennia zo om bekend stond. Of deze maatregelen een recessie daadwerkelijk kunnen voorkomen, blijft vooralsnog onzeker.



Recessiedreigingen, marktvolatiliteit en onzekerheid...
 Strateeg Philippe Gijsels spreekt in deze editie zelfs over politieke chaos... Eén ding is zeker: beleggers worden er niet vrolijk van. Toch horen deze fenomenen thuis in hun scenario-analyses. Meer aandacht lijkt nu uit te gaan

naar diversificatie, zoals ook bleek tijdens de twee asset allocatie debatten die Financial Investigator organiseerde.

Diversificatie blijkt echter ook op andere vlakken een sleutelthema. Bijvoorbeeld als het gaat om beleggen in alternative credit, het onderwerp van een ronde tafel van Financial Investigator. Diverse vormen passeerden de revue, van direct lending, trade finance en asset-based finance, tot NAV-leningen en blended finance.

Over die laatste vorm, blended finance, vertellen Leticia Ferreras Astorqui en Nadia Nikolova van Allianz Global Investors meer in het coverinterview. Volgens deze experts is het samenbrengen van publiek en privaat kapitaal een effectieve manier om emerging markets te helpen bij hun klimaatplannen – mét impact en een solide risico-rendementsprofiel.

Veel aandacht gaat in deze editie uit naar de Wtp-transitie en de gevolgen daarvan voor het beleggingsbeleid. Eén van de fondsen die de overstap reeds heeft gemaakt, is Beroepspensioenfondsen Loodsen. Financial Investigator sprak met Rajesh Grobbee, Directeur van Bestuursbureau BPL en Willem van Dommelen, Fiduciair Adviseur bij BlackRock over het transitieproces. Hun geleerde lessen kunnen van nut zijn voor de vele pensioenfondsen die de overstap nog moeten maken. Deze editie herbergt meer lessen voor pensioenfondsen, bijvoorbeeld ten aanzien van de aandachtspunten tijdens de transitie, en voor het beleggingsbeleid erna. Wie weet helpen ze u verder!

Ik wens u weer veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Seminar 'Beleggen in
 China, Asia, Emerging &
 Frontier Markets'**

**27 mei, 14.30 – 18.00 uur
 Kantoor Triodos IM,
 Driebergen-Rijsenburg**

**Meer informatie:
[financialinvestigator.nl/
 seminar-27-05-2025](http://financialinvestigator.nl/seminar-27-05-2025)**



10

Blended Finance:
accelerating the energy
transition in emerging markets

6

We hebben
tovenaars nodig,
geen profeten



Ronde Tafel
'Alternative Credit'

44

COVERVERHAAL

10 Blended Finance: accelerating the energy transition in emerging markets,
Interview met Leticia Ferreras Astorqui en Nadia Nikolova, Allianz Global Investors

THEMA BELEGGEN ONDER DE WTP

- 18 Tot in de puntjes voorbereid, volgens plan uitgevoerd,** Interview met Rajesh Grobbe, Bestuursbureau BPL, en Willem van Dommelen, BlackRock
- 22 Wtp-beleggen vereist meer flexibiliteit en liquiditeit,** AXA Investment Managers
- 24 De leenrestrictie vervalt: vloek of zegen?,** Aegon Asset Management
- 26 Illiquide beleggingen onder de Wtp,** Interview met Jeroen Roskam en Reinout van Tuyll, Achmea Investment Management
- 30 Oude diepgewortelde woorden als basis voor een langetermijntoekomst,** Jop Versteegt
- 34 Aandachtspunten tijdens de transitie: rentehedge en marktliquiditeit,** Verslag paneldiscussie 'Beleggen tijdens de transitie'
- 38 Nieuwe stelsel biedt ruimte voor optimalisatie,** Verslag paneldiscussie 'Risico in de beleggingsportefeuille onder de Wtp'

THEMA ALTERNATIVE CREDIT

- 44 Ronde Tafel 'Alternative Credit'**
- 58 Aligning capital for sustainable impact through Blended Finance,** Interview met Don Gerritsen, Sander Oudmaijer en Alicia Burke, Deloitte
- 60 Europe, the next frontier in asset-based finance,** AllianceBernstein
- 62 Driving transition through private debt,** Interview met Vincent Lemaître en Lindee Wong, Tikehau Capital
- 64 Beyond financing: the rise of direct lenders as catalysts for impact,** CAPZA (part of AXA IM Alts)

THEMA ASSET ALLOCATIE

- 76 Diversificatie als wapen tegen onzekerheid en volatiliteit,** Verslag Asset Allocation Debat
- 80 Kiezen voor kwaliteit te midden van onzekerheid,** Verslag debat met de winnaars van de Asset Allocation Awards 2025

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 We hebben tovenaars nodig, geen profeten,** Interview met Philippe Gijssels, BNP Paribas Fortis

S Gesponsord

- 14 Doen wat goed is voor de deelnemers,**
Interview met Cor Zeeman
- 42 Trump en de Teslamieten: EU, wat nu?,**
Thijs Jochems
- 66 Fixed income solutions for biodiversity investing,** Goldman Sachs Asset Management
- 68 Navigating the tipping points of biodiversity loss,** Interview met Robert-Alexandre Poujade, BNP Paribas Asset Management
- 70 Applying a child-lens to investing,** Triodos Investment Management
- 72 Tijd voor een nieuwe kijk op het concept duurzame economie,** Mahsun Dogan en Kiemthin Tjong Tjin Joe
- 74 Active continues to outperform,** PIMCO
- 84 Vertrouwen is de basis van welvaart,**
Interview met Prof. Lans Bovenberg, Erasmus Economics & Theology Institute



Asset Allocation Debat

COLUMNS

- 9 IBVN:** Betaalbare koop versus huur? Niet kiezen, maar combineren!
- 21 Bert Leffers en Anton Kramer:** Pensioenrendementen. Wie is verantwoordelijk?
- 29 Wim Zwanenburg:** Spook van dotcomzeepbel speelt AI-aandelenrally parten
- 33 CFA Society Netherlands:** To DEI or not to DEI, dat is niet de vraag
- 55 Han Dieperink:** Fiscale divergentie

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 87** On the move special: **Karlijn van Lierop**
- 88** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 14/05** Lunch Webinar Discussie 'Emerging Market Debt: Strategies in a Changing World'
- 16/05** Ronde Tafel 'How to invest in Natural Resources?'
- 22/05** Lunch Webinar Discussie 'Green Bonds'
- 27/05** Seminar 'Beleggen in China, Emerging Markets & Frontier Markets: lopen beleggers kansen mis?'
- 12/06** Seminar 'Green Infrastructure & Sustainable Real Estate: hoe creëer je Impact in Real Assets?'
- 24/06** Ronde Tafel 'Affordable Housing & Assisted Living'
- 27/06** Ronde Tafel 'PE en VC Impact Investing'


Paneldiscussie
'Beleggen tijdens de transitie'

TIKEHAU CAPITAL

Aerospace & defence: a sector at the heart of global megatrends

The aerospace and defence industry faces strong demand alongside structural and operational challenges. While order books remain full, manufacturers and suppliers must navigate supply chain constraints, workforce shortages and rising production costs. These pressures create temporary headwinds, even as long-term fundamentals remain strong, says Henri Marcoux, Deputy CEO of Tikehau Capital.

Geopolitical tensions have reinforced the need for a robust European aerospace and defence sector. Governments are increasing defence budgets, prioritising technological sovereignty and strengthening industrial resilience. According to Marcoux, ensuring security will require greater mastery of breakthrough technologies, more



integrated value chains and stronger domestic production in both civil and military aviation.

Marcoux stresses that sustainability remains key. 'In commercial aerospace, fleet renewal is already reducing emissions, with next-generation engines consuming 20-25% less fuel on average. Long-term decarbonisation will require technological progress and substantial capital to scale sustainable

fuels, expand lightweight composites and advance cleaner propulsion. Meanwhile, the defence sector is cutting emissions from military operations and improving supply chain efficiency. As a critical industry for security and economic resilience, aerospace and defence require strategic investment.'

According to Marcoux, Europe has one of the world's most advanced aerospace and defence ecosystems. 'Deep industry expertise, sustained R&D and strong public-private collaboration will be essential to maintaining competitiveness and addressing evolving threats.' Despite complexities, the sector's outlook remains strong, he adds. 'Research shows that global air traffic is set to exceed pre-pandemic levels in 2025, while defence spending continues to rise.'

DE TIPS VAN

Rob Brand

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

Een van de belangrijkste lessen die ik heb geleerd, is dat de menselijke factor in asset management net zo cruciaal is als cijfers en modellen. Aanvankelijk lag mijn focus op kwantitatieve analyses, maar ik ontdekte dat succes niet alleen draait om rendement, maar ook om samenwerking binnen teams en met stakeholders. Bovendien is verandering de enige constante in deze sector. Of het nu gaat om nieuwe regelgeving,

volatiele markten of veranderende klantverwachtingen: flexibiliteit en innovatie zijn essentieel om relevant te blijven.

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

Ik raad 'Thinking, Fast and Slow' van Daniel Kahneman aan. Dit boek geeft inzicht in hoe mensen beslissingen nemen en welke cognitieve biases ons denken beïnvloeden. In de beleggingswereld helpt het valkuilen te herkennen en rationelere keuzes te maken.



Rob Brand is Chief Investment Officer bij De Nederlandsche Bank. Met 25 jaar ervaring in asset management, risk management en fiduciair beheer leidt hij een team van professionals en is hij verantwoordelijk voor het beheer van de eigen beleggingen van DNB. Zijn expertise ligt in strategische asset allocatie en portfolio-management.

INVESCO:

Beste kwartaal voor goud sinds 1986

Goud had in maart met een stijging van 9,3% een van zijn beste maandprestaties ooit. De zwakke dollar zette begin maart de toon, maar de toegenomen onzekerheid in de aanloop naar de aankondiging van importtarieven op 2 april was de belangrijkste oorzaak. Dat blijkt uit de goud-update in maart van Invesco. Het gele metaal bleef records verbreken en sloot het kwartaal af met een nieuwe hoogste slotkoers van \$ 3.124.

Nedlloyd Pensioenfonds en Pensioenfonds Trespa brengen pensioen onder bij Zwitserleven

Athora Netherlands heeft via Zwitserleven de pensioenverplichtingen overgenomen van Stichting Nedlloyd Pensioenfonds en Stichting Pensioenfonds Trespa (in liquidatie).

Met betrekking tot Nedlloyd Pensioenfonds gaat het in totaal om circa 8.200 deelnemers en een belegd pensioenvermogen van ongeveer € 950 miljoen, wat deze transactie de grootste buy-out door Zwitserleven tot nu toe maakt. Pensioenfonds Trespa brengt circa 1.300 deelnemers en een belegd pensioenvermogen van ongeveer € 180 miljoen in.

Nedlloyd Pensioenfonds is sinds 2020 een gesloten pensioenfonds. In de afgelopen vijf jaar zijn er geen pensioenpremies meer in het fonds gestort en worden pensioenen alleen nog beheerd en uitgekeerd. Met de overname zal het pensioenfonds op termijn dus ophouden te bestaan. De collectieve waardeoverdracht is reeds goedgekeurd door DNB.

Pensioenfonds Trespa is sinds eind 2022 een gesloten fonds. Na de verklaring van geen bezwaar door DNB heeft het pensioenfonds de overdracht onder begeleiding van WTW gerealiseerd. Ook dit pensioenfonds zal op den duur ophouden te bestaan.



Carbon Equity haalt ruim € 100 miljoen op voor klimaat-fund-of-funds

Carbon Equity, een investeringsplatform voor de financiering van klimaatoplossingen, heeft bij 460 private en institutionele beleggers € 105 miljoen opgehaald voor het Climate Tech Portfolio Fund III. Dit fonds belegt via 7 tot 10 geselecteerde private equity- en venture capital-fondsen in minimaal 150 klimaatinnovaties, van groen staal tot geothermische energie en innovatieve batterijen.

Carbon Equity heeft tot nu toe via 25 private equity- en venture capital-fondsen geïnvesteerd in meer dan 200 portfolio-bedrijven, verspreid over Europa en de Verenigde Staten.



Pensioenfonds ING kiest Achmea IM voor impactbeleggen

Pensioenfonds ING heeft Achmea Investment Management aangesteld als strategisch adviseur voor impactbeleggen.

In de kaderstelling ligt de nadruk op private markten. Hiermee breiden beide partijen hun bestaande samenwerking uit. Achmea IM en Pensioenfonds ING werken sinds het tweede kwartaal van 2024 samen aan maatschappelijk verantwoord beleggen.

Achmea Investment Management werkt samen met Impact Orange Partners, dat gespecialiseerd is in impactbeleggen voor institutionele beleggers met een focus op biodiversiteit.

StiPP selecteert Van Lanschot Kempen voor privaat vastgoedmandaat

Van Lanschot Kempen Investment Management gaat voor Stichting Pensioenfonds voor Personeelsdiensten (StiPP) een privaat vastgoedmandaat beheren met een aanvangswaarde van ongeveer € 190 miljoen. Dit bedrag stijgt naar verwachting naar € 400 miljoen per eind 2026.

StiPP voert de pensioenregelingen uit voor 1,5 miljoen deelnemers in de branche voor uitzendkrachten en gedetacheerden. Het pensioenfonds voorziet dat het de komende jaren zal groeien door de verbreding en verbetering van de premieregeling. Om dit op een evenwichtige wijze te realiseren, kiest StiPP voor een aanpassing van haar huidige vastgoedstrategie, gericht op groei en diversificatie in sectoren en geografie. Het fonds heeft een sterke ambitie om ook met vastgoed aan te sluiten op het MVB-beleid.

We hebben tovenaars nodig, geen profeten

‘Politieke chaos en economische volatiliteit gaan vandaag de dag hand in hand. Hoge inflatie en hoge schulden zorgen voor problemen. Innovatie kan soelaas bieden, maar wereldwijde oorlogen, met alle ellende van dien, zijn geenszins uitgesloten.’

Door Joost van Mierlo

Het is geen vrolijk wereldbeeld dat Philippe Gijsels schetst. De hoofdstrategen van BNP Paribas Fortis schreef vorig jaar samen met Koen de Leus, Hoofdeconoom bij BNP Paribas Fortis, het boek ‘De Nieuwe Wereldeconomie’. Gijsels is een notoir boekenverzamelaar. Het is dan ook geen grote verrassing dat in ‘De Nieuwe Wereldeconomie’ meer dan honderd boeken de revue passeren.

Een belangrijk werk om het huidige tijdsgewricht te begrijpen, is volgens hem ‘The Fourth Turning is Here’ van Neil Howe. In tegenstelling tot ‘De Nieuwe Wereldeconomie’, dat optimistisch is en dat in de huidige gigantisch complexe en uitdagende wereld massa’s (beleggings)mogelijkheden benoemt, is het boek van Howe geen boek dat je volgens Gijsels op een zonnige dag op het strand moet lezen. ‘Het is meer iets voor Halloween.’

De politieke verhoudingen in de wereld lijken vrijwel dagelijks te veranderen. Is uw boek van vorig jaar inmiddels niet achterhaald?

‘Nee. Sterker nog, ik heb het gevoel dat we er geen letter van zouden hoeven herschrijven. Fenomenen die men vandaag ziet – de complexe internationale verhoudingen, de economische onzekerheid, het gebrek aan vertrouwen – komen in ons boek allemaal aan bod. Er wordt nu veel gewezen naar Donald Trump, die als een storende factor zou werken. Dat is waarschijnlijk ook het geval, maar de verkiezing van Trump zelf kwam

voor mij absoluut niet als een verrassing. Het past volledig in het scenario dat we beschrijven. Dat dacht ik vorig jaar al. Ik moet nog steeds veel flessen ophalen van weddenschappen die ik heb gewonnen door zijn overwinning te voorspellen. En niet alleen van Trump zelf trouwens, ik voorzag ook de meerderheid in het Huis van Afgevaardigden en de Senaat.’

Is het geen zorgelijke situatie?

‘Natuurlijk is het zorgelijk. We leven in een geweldig moeilijke tijd. Het is een periode die wordt gekenmerkt door hoge schulden en een hoge inflatie, die weer gepaard gaan met een hoge rente. Samen met de vergrijzing en de klimaatverandering waar we mee worden geconfronteerd, zijn de problemen enorm.’

Dat is niet het enige. Internationale solidariteit is ver te zoeken. Het is een logisch gevolg van het feit dat de mensen die de vorige periode van grote chaos, die zowel de Eerste als de Tweede Wereldoorlog omspan, meemaakten, nu ofwel hoogbejaard of overleden zijn.

Die periode van chaos culmineerde in initiatieven als de Verenigde Naties, de Wereldhandelsorganisatie, de Europese Unie, het IMF, noem maar op. Ze staan tegenwoordig allemaal onder druk.’

Komt dat door Trump?

‘Dat is niet alleen het gevolg van Trump. De ‘eigen land eerst’-politiek van de Verenigde Staten

‘Trump is precies de schop onder hun achterste die andere landen nodig hadden om nader tot elkaar te komen.’



CV

Philippe Gijssels

Philippe Gijssels is opgeleid als handelsingenieur en werkt inmiddels bijna 30 jaar in de bankensector. Sinds 2013 is hij als Chief Strategy Officer werkzaam bij BNP Paribas Fortis. Hij is een veelgevraagd expert voor internationale media en schrijver van het boek 'De nieuwe wereldeconomie in 5 trends', dat in 2024 werd opgenomen in de 'summer reading list' van de Financial Times.

helpt natuurlijk niet, maar het past in een beeld dat we ook in andere landen zien. In Nederland, Frankrijk, België, Italië, noem maar op, zijn het extreme partijen die de boventoon voeren. Het centrum wordt kleiner en kan niet het politieke beleid voeren dat gevoerd zou moeten worden.

Men weet dit wel, maar het ontbreekt aan draagvlak voor dergelijk beleid. Dat past in het huidige tijdsbeeld van politieke chaos. Zittende regeringen hebben het overal moeilijk. In het Verenigd Koninkrijk wordt de conservatieve regering vervangen door een sociaaldemocratische. In Duitsland gebeurt precies het omgekeerde.

De situatie in de Verenigde Staten is vergelijkbaar. Barack Obama was de laatste president die werd herkozen. Sindsdien kregen we Trump, Joe Biden en nu weer Trump. Als hij tastbare problemen als de hoge inflatie niet weet te beheersen, is de kans levensgroot dat er over vier jaar weer een andere partij regeert. Het is zelfs al mogelijk dat hij zijn meerderheden verliest bij de midterm verkiezingen van volgend jaar.

U spreekt over politieke chaos. Maar in de afgelopen periode heeft de samenwerking tussen veel Westerse landen – de coalitie van de welwillenden – juist nieuwe vormen aangenomen. Wat vindt u daarvan?

'Het is een logisch gevolg van de onvoorspelbaarheid van het beleid van Trump. Het klinkt misschien raar, maar het is denkbaar dat zijn rol positief is. Door zijn gedrag komen andere landen juist nader tot elkaar. Trump is precies de schop onder hun achterste die andere landen nodig hadden om nader tot elkaar te komen. Dat geldt in ieder geval binnen Europa.

Maar het is nog vroeg dag. Het onderlinge wantrouwen tussen landen blijft groot. Men moet ook kijken naar de rol van China en van Rusland. De laatste is weliswaar

geen economische grootmacht, maar wel een militaire grootmacht, en dat speelt in de tijdsfase waarin we nu verkeren, met de mogelijkheid van heftige oorlogen, een belangrijke rol.'

Wat kunnen overheden doen nu ze steeds meer op zichzelf zijn aangewezen als het gaat om het economische beleid dat moet worden gevoerd?

'Mijn houding is in de loop der tijd veranderd. Toen ik een jaar of dertig geleden aan het studeren was, was ik een ferme aanhanger van Reagonomics en de onzichtbare hand van Adam Smith. Overheden waren het probleem en moesten zich zo weinig mogelijk bemoeien met de markten.

Daar kijk ik nu anders tegenaan. De vrije markt zorgt natuurlijk voor een evenwicht, maar het is niet noodzakelijk het evenwicht dat sociaal gezien het meest wenselijk is. Of sterker nog, het is waarschijnlijk dat dit evenwicht niet het meest wenselijke is.

Neem de Nederlandse steun voor ASML om ervoor te zorgen dat het hoofdkantoor in Nederland blijft. Als je het me dertig jaar geleden had gevraagd, zou ik hebben gezegd dat dit het laatste was waarmee overheden zich zouden moeten inlaten.

Maar de tijden zijn veranderd. In alle landen wordt een sturend industrieel beleid gevoerd. Je zou als Nederland wel gek zijn om daar niet ook in mee te gaan. In een periode van geopolitieke onzekerheid is het van belang om ondernemingen in eigen land te steunen.'

Wat betekent dit voor het beleid van centrale banken?

'In de globaliserende wereld van de jaren negentig zag je dat het monetaire beleid van de grote economische blokken een gelijke trend vertoonde. Als de rente in de >

‘Het zal niet langer mogelijk zijn om in regiofondsen te beleggen. Het gaat steeds meer om de prestaties van individuele landen.’

Verenigde Staten werd verlaagd, gebeurde dat ook in Europa. Het kon iets eerder of iets later gebeuren, en met iets kleinere of juist grotere stappen, maar de trend bleef decennialang hetzelfde.

De kans is nu groot dat de Verenigde Staten en Europa heel anders gaan optreden. De consensus was dat de Verenigde Staten sterker zou groeien dan Europa. In de laatste weken kantelt dat beeld en wie weet hoe het precies uitvalt. In zo'n situatie is het logisch dat de Fed en de ECB verschillend beleid gaan voeren.

Kijk naar China. Dat land heeft te maken met wat we een ‘balans-recessie’ noemen. Veel Chinezen hebben hun geld in vastgoed gestopt dat nu minder waard is geworden. Ze houden de hand op de knip en sparen enorm. In Japan en in Europa hebben we eind jaren tachtig gezien dat renteverlagingen niet werken. Er zal dus een stimuleringsbeleid moeten worden gevoerd. Maar het is evident dat China in een heel andere cyclus zit dan de VS en Europa.

In Japan is de situatie weer anders. Daar is de rente aan het stijgen. Je moet dit zien als grote tektonische platen die in het verleden harmonieus in dezelfde richting bewogen. Dat is niet langer het geval. Dat gaat botsen. Het zal voor grote volatiliteit zorgen.’

En dat in een periode waarin de beurswaarderingen van de grootste ondernemingen enorm zijn.

‘Precies. Dat kan voor problemen zorgen. Het hoeft niet hoor. Neem Nvidia, een extreem geval. De waardering van veertig keer de omzet lijkt absurd, maar als de onderneming nog drie jaar in staat is om de omzet te verdubbelen, wat zeker mogelijk is, dan praat je over waarderingen van twintig, tien en vijf keer de omzet. Dat laatste klinkt ineens veel realistischer.

Maar het blijft natuurlijk zorgelijk. Er zijn tal van vergelijkingen met de internetbubbel rond 2000 en meer nog met de Amerikaanse beurscrash van 1929. Wat je toen zag, was dat een neerwaartse herwaardering van de grootste ondernemingen werd gevolgd door herwaarderingen elders, waardoor de beurzen in elkaar klapten. Dat is voornamelijk niet het geval. In de Verenigde Staten daalt de Nasdaq, terwijl de beurzen in Europa stijgen. Dat kan veranderen en een instorting behoort tot de mogelijkheden, maar het hoeft niet te gebeuren.’

Wat moeten beleggers doen?

‘De situatie met de tektonische platen betekent dat het niet langer mogelijk zal

zijn in regiofondsen te beleggen. Het gaat steeds meer om de prestaties van individuele landen. Neem de situatie in Latijns-Amerika. Je kunt het niet eens zijn met het beleid van president Javier Milei in Argentinië, maar met het succesvol aanpakken van de inflatie en andere beursvriendelijke maatregelen was de Argentijnse beurs de best presterende van Latijns-Amerika.

In Brazilië werd feitelijk het tegenovergestelde gedaan en dat leidde tot de slechtst presterende beurs van die regio. In zo'n situatie heb je niets aan een MSCI Latin-America of MSCI Emerging Markets.’

Welke sectoren zijn aantrekkelijk?

‘Ik ben een enorme bull als het gaat om goud en dat ben ik al jaren. Ik voorspelde vorig jaar een goudprijs van \$ 4.000 per ounce en werd voor gek verklaard. De prijs was toen \$ 1.800 en is nu \$ 3.000 en zal, zeg ik vandaag, nog veel verder dan \$ 4.000 stijgen. In een stagflatoire omgeving, waar ik voor de komende vijf tot tien jaar van uitga, is goud nu eenmaal een voor de hand liggend alternatief. Maar zilver is misschien nog wel aantrekkelijker. Dat is naast een monetair metaal ook nog een industrieel metaal. Ook daar zie ik de prijzen de komende jaren verdrie- of -viervoudigen.

Ook voor andere industriële metalen geldt dat de ontwikkelingen gunstig zijn. Een stijgende vraag gaat gepaard met een aanbod dat niet snel kan veranderen. Het kost tientallen jaren om een mijn te ontwikkelen. Een klein tekort op een markt kan voor exploderende prijzen zorgen. Kijk maar naar de oliemarkt in de jaren zeventig. Een tekort van 3% tot 5% leidt al snel tot verdubbelingen.’

Hoe verhoudt zich dat tot innovatie?

‘Innovatie is de grote onzekerheid. Het kan grote gevolgen hebben. Als jongeren ons boek kopen, schrijf ik vaak als opdracht: ‘We hebben tovenaars nodig, geen profeten.’ Aan doemdenkers hebben we niets. Maar innovatie is de grote onvoorspelbare en positieve factor. Ik zeg altijd dat hoe fouter ik zit met mijn voorspelling over de snel stijgende grondstofprijzen, hoe beter het is voor de wereld. Het betekent immers dat er een oplossing is gevonden voor een bestaand probleem. Niemand kan dit echter precies voorspellen. Vandaar de onzekerheid waarmee we moeten leren omgaan.’ ■

Betaalbare koop versus huur? Niet kiezen, maar combineren!

Steeds vaker kiezen gemeenten bij nieuwbouwprojecten voor betaalbare koopwoningen in plaats van middenhuur. Niet als structurele beleidskeuze, maar als noodgreep: door regulering en fiscale maatregelen is het steeds moeilijker om nieuwbouw met twee derde betaalbare woningen financieel rond te krijgen. Maar is deze ontwikkeling wenselijk?

Betaalbare koop klinkt logisch. Elke woning is er immers één. Maar niet iedereen kan of wil een huis kopen. Koopstarters op de woningmarkt moeten fors eigen geld inbrengen: voor een woning van € 405.000 is al snel een eigen inbreng van € 91.000 nodig. Dit is voor een grote groep middeninkomens simpelweg niet haalbaar.

Daarnaast heeft niet iedereen behoefte aan een koopwoning. Starters, mensen met een tijdelijk contract, gescheiden huishoudens of expats hebben juist behoefte aan flexibiliteit. Voor hen is huren niet alleen een logische keuze, maar vaak ook de enige optie. Middenhuur is niet alleen een alternatief voor koop, maar een essentiële woonvorm.

Middenhuur is niet het probleem, maar de oplossing

In Nederland ligt de nadruk – ook historisch gezien – sterk op eigenwoningbezit en sociale huur. Het middensegment van de huurwoningmarkt in Nederland is klein. Als gemeenten kiezen voor betaalbare koop om projecten financieel haalbaar te maken, komt de middenhuur nog verder onder druk te staan. Dit versterkt een ontwikkeling die nu al zorgen baart: de woningmarkt raakt uit balans, terwijl de vraag naar middenhuur groot en groeiende is.

De situatie is des te zorgelijker omdat de voorraad middenhuur ook anderszins onder druk staat. In de vier grootste steden – en steeds vaker ook daarbuiten – ligt het

tempo van uitponden inmiddels hoger dan dat van nieuwbouw, waardoor het aanbod verder dreigt af te nemen. Minder investeringen in het middenhuursegment leiden tot minder betaalbare opties voor middeninkomens én blokkeren de doorstroming vanuit de sociale huursector. Dat ondermijnt het functioneren van de woningmarkt als geheel.

Herstel het investeringsklimaat, herstel de balans

De realiteit is simpel: zolang investeringen in middenhuur worden afgeremd, zullen gemeenten blijven zoeken naar alternatieven. Betaalbare koop lijkt dan een uitkomst, maar is slechts een tijdelijke oplossing die de onderliggende problemen niet oplost. Op de lange termijn zorgt het voor minder keuze, minder doorstroming en een verder opgedroogde huurmarkt.

Een gezonde woningmarkt vraagt om balans. Investeerders willen graag in middenhuur blijven investeren, maar hebben daarvoor wel een stabiel en stimulerend investeringsklimaat nodig. Als institutionele beleggers geen passend rendement kunnen maken, verdwijnen zij uit de markt – en in het kielzog daarvan ook het broodnodige aanbod van middenhuurwoningen. Gemeenten en het Rijk moeten daarom niet alleen kijken naar de haalbaarheid van projecten op de korte termijn, maar vooral naar de bredere woningbehoefte op de lange termijn. De oplossing is niet óf betaalbare koop óf middenhuur, maar een gezonde combinatie van beide. Dit vraagt om realistische randvoorwaarden voor investeerders, stabiel en stimulerend beleid en een visie die verder reikt dan de komende paar jaar.

We bouwen niet voor drie jaar, maar voor generaties. Als middenhuur verder verdwijnt, neemt de keuzevrijheid af, stokt de doorstroming en verergert de woningcrisis. De oplossing is niet een tijdelijke verschuiving, maar een structureel gezonde balans tussen huur en koop. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN



Blended Finance: accelerating the energy transition in emerging markets

‘We believe, Blended Finance often exceeds investor expectations, aiming to deliver positive outcomes and impact. However, challenges remain – particularly around investment data, risk perception, and investor education.’ Financial Investigator explores the dynamics of Blended Finance with Nadia Nikolova and Leticia Ferreras Astorqui from Allianz Global Investors.

By Harry Geels Photography Plainview Media

What challenges do emerging and frontier markets face with regard to sustainability and climate transition?

Leticia Ferreras Astorqui: ‘In short, if the proposed climate solutions don’t include taking action in emerging markets, we will lose the battle against climate change. No matter how hard the Western world might try, it will not be enough. Despite this reality, unfortunately, these economies face many challenges when looking to implement climate transition plans – the main one is a lack of capital. The big question is how we enable a sustainable transition in those regions. The simple answer is providing them with access to large scale amounts of capital to finance projects and companies that will support a just climate transition. However, that raises a follow-up question: should that capital come from developed countries – either those less affected by the climate crisis or even largely responsible for it?’

Nadia Nikolova: ‘Today, emerging markets emit more CO₂ than OECD countries. While emissions in OECD nations are declining, those in emerging markets continue to rise. If this trend persists, GDP-adjusted mortality rates – especially in North Africa and Southwest Asia – are expected to reach dangerously high levels by the end of the century, creating serious global challenges such as increased migration and heightened development aid needs. For frontier markets aiming to industrialise, fossil fuels remain the cheapest and most accessible option, so competitive cleaner alternatives and sufficient support need to be provided. The key question: how do we ensure that the climate transition is a ‘just’ one?’

Raising awareness about the need for climate transition within emerging markets is also a challenge.

Understandably, for people struggling economically, climate concerns are not a top priority. To avoid conflict between developed and emerging nations, the most effective solution is to make clean energy cheaper than fossil alternatives. This is already happening in some markets, though battery storage remains a bottleneck.’

Does the new US administration’s reduced focus on climate pose an additional challenge?

Nikolova: ‘Yes, US agencies are likely to scale back climate investments. However, the multilateral and European bilateral development banks we primarily work with, remain strongly committed. In fact, we’re seeing some of them double down in response – taking even more ambitious steps, including at multilateral institutions where the US is a major shareholder. That said, there’s growing global competition for capital, especially public sector funding. For example, we have seen development budgets being cut in favour of defence spending. This makes it even more critical to deploy available capital as efficiently as possible. Fortunately, capital efficiency has improved in recent years. The combination of public and private finance is becoming essential. As governments face competing fiscal pressures, private investors must step up. Encouragingly, many are doing so – whether to decarbonise their portfolios or to manage climate-related physical risks. Blended Finance can positively contribute towards these efforts. More private capital will also drive greater innovation.’ >



CV

Leticia Ferreras Astorqui

Leticia Ferreras is a Senior Portfolio Manager in the Allianz Global Investors' Development Finance team. She joined AllianzGI in 2020, where she has been focusing on expanding AllianzGI's private credit offering across emerging markets. Prior to that, she worked at Macquarie Capital, focusing on equity investments in Latin America.

There's a clear 'finance gap'. How large is it, and how can it be closed?

Nikolova: 'Broadly speaking, the finance gap stands at \$ 4.2 trillion annually. While the figure is significant, when put in context, it represents just 1.5% of global assets, according to a United Nations Report from April 2024. Given the amount of capital available globally, one might wonder: why is this so difficult to overcome? Unfortunately, this gap persists as a result of regulatory barriers, lack of incentives, perception of risk and aversion to the unknown. Mobilising capital through public capital markets is not enough to address this gap. This is because many countries in need of support don't have well developed capital markets. As a result, capital fails to reach many of the places that need it the most.'

On the other hand, capital channelled through private credit markets solutions have generally been led by public sector institutions such as development finance institutions (DFIs) – including multilateral, bilateral, and national development banks, as well as microfinance institutions. However, mobilisation has been limited to around \$ 50 billion per year. That's a mere drop in the ocean. The real challenge, therefore, lies in combining the necessary expertise of the public and private sector investors, and in transforming investments in emerging markets into an attractive investment proposition for institutional and, possibly, retail investors.'

Ferreras Astorqui: 'Blended Finance does exactly that – it brings together private and public sector institutions to create investment strategies that mobilise capital towards emerging markets. It is therefore a promising approach, especially if large-scale investors are incentivised through supervision and regulation. Regulation is a barrier not only in developed countries – given the strong bias towards investment-grade assets – but also in emerging markets. Even there, the growing pension, insurance, and banking sectors are often restricted from investing locally and are instead pushed towards holding European government bonds. When it comes to attracting private sector investors towards blended finance strategies, reliable data on the performance of private debt investments– and Blended

Finance strategies in particular– is crucial to mitigate investors'

perception of high risk in emerging markets. Fortunately, the data landscape is improving. We now have more transparency as to historical performance of emerging markets and thus greater clarity for investors on the risk they are taking. The key question now is: how can Blended Finance funds be structured to effectively address the priorities of all stakeholders involved?'

What exactly are 'Blended Finance ecosystems', and how do they support the climate transition?

Ferreras Astorqui: 'Blended Finance ecosystems involve collaborative financing structures where both public (or semi-public) and private capital providers work together. Each party brings its own expertise and perspective. As a result, we're seeing increasingly innovative and efficient partnerships emerging.'

Public sector participants may include development agencies, multilaterals, and philanthropic foundations. Private sector investors, understandably, are concerned about emerging market risks – such as recovery rates, governance, and regulatory changes. These risks can be mitigated through the local knowledge and deal-sourcing capabilities of public partners. Such partnerships typically take the form of closed-end investment funds that finance infrastructure, renewable energy, battery storage, sustainable agriculture, and local financing for small entrepreneurs. These funds vary in structure and investment diversity. A notable example is the SDG Loan Fund, which we co-launched with FMO and the MacArthur Foundation. The fund raised approximately \$ 1 billion from institutional investors, with FMO taking the first-loss position. The MacArthur Foundation added a \$ 25 million guarantee – making it the largest Blended Finance fund to date. Funds like these are structured in tiers, with different risk-return profiles, from senior to junior tranches. Institutional investors generally take a senior position in the vehicles and therefore benefit from the first loss protection provided by junior investors. This protection enables their risk profile to be akin to investment grade while generating an attractive risk-adjusted return.'

CV

Nadia Nikolova

Nadia Nikolova has 16 years of experience in development finance, infrastructure financing, and structured finance. Since 2016, she has expanded AllianzGI's presence in emerging markets, leading key initiatives such as the IFC partnership and the SDG Loan Fund. She serves on all AllianzGI emerging markets investment committees and has held non-executive director roles at IPFA and LTIIA. She is also on the board of the Swiss Platform for Impact Investing.

Nikolova: 'We often align with impact taxonomies – such as those based on

the UN SDGs – that our clients use. Some of our clients, particularly Dutch institutional investors, go to great lengths to apply these frameworks.

There are two dimensions to 'additionality': one is at the enterprise level (such as the positive change created by the companies themselves), the other is investor-driven – mobilising investor funding towards capital scarced countries and sectors. Investing in emerging markets requires more nuanced trade-offs than in developed ones. A frequent dilemma is balancing poverty reduction with environmental concerns. Sometimes, alleviating poverty must take precedence over reducing emissions, and vice versa.'

How can we close the 'knowledge gap' and increase institutional investor interest?

Ferreras Astorqui: 'The best way is through dialogue and collaboration. What helps most is transparency – on performance data, risk mitigation, and impact metrics – across economic cycles. Explanations of local governance, legal, supervisory, and regulatory frameworks are also key. It's equally valuable to introduce investors to DFIs. Many are positively surprised by their professionalism and capabilities.'

Nikolova: 'Getting top management at major institutions on board is another success factor. Their interest tends to cascade downwards. Consultants also play a vital role – they're often perceived as a more neutral party and can influence the broader market. Finally, we need more 'vintages' in this asset class. That maturity will come with time and experience.' ■



For more information visit:
lead.me/BlendedFinance



What kind of risk-return profile does Blended Finance offer

for investors, and how are risks mitigated?

Nikolova: 'Blended Finance returns are in line with other emerging market debt (EMD) propositions with similar risk levels – often with a yield pickup due to the illiquidity premium. Commercial returns are paired with impact outcomes – they are inseparable in this space.

There are, of course, risks: credit, political, legal, and country-specific. But our partner institutions, especially development banks, have deep local presence and insights, which significantly reduce these risks. Due diligence in these markets is exceptionally thorough. Governance structures must be rigorously designed, and corruption-related reputation risks are taken very seriously. Importantly, there is no currency risk at the vehicle level where investors contribute in USD and loans are issued in USD. If needed, EUR-hedged share classes can be incorporated into the vehicles. The performance of these private debt investments in emerging markets has historically been very robust, so credit risks are often overestimated. In fact, recovery rates in Blended Finance are sometimes higher than those in developed markets. A major part of our mission is to educate investors and build their confidence through hands-on experience and track records. Unfortunately, most investors have yet to allocate to Blended Finance. But we aim to change that by offering a compelling value proposition that combines attractive yields (including yield pickup), diversification, and impact relative to comparable investments.'

How do you define 'impact', and what role does 'additionality' play?

Ferreras Astorqui: 'Regulation has made the term 'impact' a bit tricky to use, but for us, it means making a positive contribution in our target markets. We consider Blended Finance a form of impact investing. To be clear: simply investing in emerging markets does not qualify as impact. For an investment to be impactful, it must not do any significant harm and has to have positive measurable outcomes tracked through key performance indicators (KPIs) over time.'

Private Markets investments are highly illiquid and designed for professional investors pursuing a long-term investment strategy only. Investing involves risk. The views and opinions expressed herein, which are subject to change without notice, are the views and opinions of the issuer and / or affiliates at the time of publication. This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH. A00009214

Doen wat goed is voor de deelnemers

Hij ziet te veel en te stringente pensioenregelgeving die wat hem betreft de bewegingsvrijheid van besturen onnodig inperkt en voor een deel niet meer dan schijnzekerheid biedt. Financial Investigator sprak met Cor Zeeman, onafhankelijk bestuursvoorzitter bij Pensioenfonds DHL Nederland en Adviseur/Projectmanager Wtp-Transitie bij Pensioenfonds HaskoningDHV. Hij voert dit gesprek op persoonlijke titel.

Door Lies van Rijssen

‘Na de middelbare school ging ik Bouwkunde studeren, maar om uiteenlopende redenen heb ik die studie niet voltooid. Na een periode bij Philips te hebben gewerkt, kwam ik terecht bij Lucent Technologies in Hilversum. Lucent was een Amerikaans telecombedrijf dat was afgesplitst van AT&T, destijds het grootste bedrijf ter wereld. Vanwege zijn onwerkbare omvang was het in drieën opgeknipt. Ik ging eerst aan het werk op de financiële administratie van Lucent, in de logistiek, daarna als IT-er voor software programmatuur en nog wat later als Programmamanager Automatisering in de Lucent-fabrieken, waar ze printplaten maakten. Lucent kocht overal fabrieken op. Ook in Duitsland, waar ik vier jaar voor ze heb gewerkt. Mijn opdracht was ervoor te zorgen dat in de Duitse fabrieken de productiestructuur en software precies hetzelfde waren als in de Nederlandse. Ik heb daar een waanzinnig leuke tijd gehad.

De bomen groeiden in die tijd nog tot in de hemel. Lucent stuurde me zelfs een keer voor één dag naar New Jersey in de VS om er les te geven. De business bleef booming tot in 2000 de internetbubbel barstte. Toen moest de productie omlaag en volgden er vele ontslagen. Ook een van de werknemers-bestuursleden van het pensioenfonds raakte zijn baan kwijt. De ondernemingsraad heeft mij toen gevraagd of ik, vanwege mijn financiële kennis, namens de werknemers wilde toetreden tot het bestuur van het pensioenfonds. Dat was in 2001. Ik zei daar ja op, zonder precies te weten waar ik ja tegen zei. Maar de pensioenmaterie bleek me wonderwel te liggen. Drie jaar later, in 2004, werd ik directeur van het pensioenfonds. Ik ben toen

direct de studie Pensioenrecht bij Lutjens gaan volgen. Daar heb ik veel plezier van gehad toen ik later verschillende rechtszaken voor het pensioenfonds heb moeten voeren. Stressvol? Nee hoor. Die rechtszaken hebben mij meer plezier dan stress opgeleverd. Ik houd ervan om op de toppen van mijn kunnen goede dingen voor elkaar te krijgen voor de deelnemers. Hun belang bij een goed pensioen is erg groot.

Ik heb de pensioensector door de jaren heen in hoge mate zien veranderen. Vooral onder invloed van het toegenomen toezicht en de bemoeienis van de politiek. De regelgeving voor pensioenfondsden is enorm toegenomen. Sommige aanscherpingen vind ik zeker terecht. Maar ik zie ook te veel en te stringente regels, waarbij controle op controle is gestapeld. Dat heeft de bewegingsvrijheid van besturen onnodig ingeperkt. De zekerheid die met de uitbreiding van de regelgeving wordt beoogd, is voor een deel niet meer dan schijnzekerheid.

Een andere grote verandering in de financiële sector is dat waar voorheen een grote groep ondernemingen de bewegingen van de aandelenkoersen bepaalde, die koersbewegingen tegenwoordig worden gedomineerd door slechts enkele, zeer grote, Amerikaanse bedrijven. De

invloed van de Magnificent Seven op de economische ontwikkelingen is onevenredig groot, met ongezoneerde situaties tot gevolg. Als een pensioenfonds nu in de beleggingsportefeuille een bepaalde partij wil uitsluiten, bijvoorbeeld omdat de governance van zo'n partij niet deugt, dan kan dat een zeer sterk effect hebben op de performance van het pensioen-

‘Ik vind het zorgelijk dat de ruimte van pensioenfondsden om eventuele ondervonden verdelingsfouten na de transitie te herstellen, beperkt is.’

CV

Cor Zeeman



Cor Zeeman werd in 2001 bestuurder op een werknemerszetel van het pensioenfonds van Lucent Technologies. In 2004 werd hij er directeur en bleef dat bijna 13 jaar. Van 2017 tot september 2024 was Zeeman Directeur van Pensioenfonds HaskoningDHV. Aansluitend werd hij Adviseur/Projectmanager Wtp-Transitie bij dit pensioenfonds. Van 2017 tot en met 2020 was Zeeman daarnaast onafhankelijk bestuursvoorzitter bij Pensioenfonds DHL Nederland en voorzitter van de Beleggingsadviescommissie van dat pensioenfonds. Sinds 2024 vervult hij die beide functies opnieuw.

fonds. Besluit een pensioenfonds daadwerkelijk tot uitsluiting, dan moet het daar dus een heel goed verhaal bij hebben.

Een andere grote verandering is de enorme groei van het risicobeheer bij pensioenfonds. Die opschaling is terecht, denk ik, zeker als je kijkt naar de forse toename van cybercriminaliteit. Die richt zich ook tegen financiële instellingen.

Nog een verandering met zeer grote invloed op de financiële sector is de wijze waarop de huidige Amerikaanse president het land regeert en de samenleving daar wil aansturen. Zijn vele ad hoc ingrepen en decreten gaan alle kanten op. Dat, én de houding die de nieuwe regering heeft ingenomen ten opzichte van andere economische machten in de wereld, veroorzaken veel onrust. Die heeft altijd zijn weerslag op de financiële markten. Allereerst leidt het tot een grote beweeglijkheid van de markten. Ik houd ook mijn hart vast voor het effect op de markten van handelsoorlogen die we waarschijnlijk nog gaan zien.

Het belangrijkste thema in mijn werk is op dit moment zonder enige twijfel de implementatie van het nieuwe pensioencontract. De regelgeving hiervoor, in combinatie met de ongeloflijk grote hoeveelheid zeer gedetailleerde en complexe berekeningen die fondsen in dit kader moeten maken, creëert ook weer schijnzekerheid. In dit geval de schijnzekerheid dat de transitie via allerlei ingewikkelde compromissen volledig evenwichtig zal uitwerken. Die evenwicht-

tigheid geldt echter enkel op het moment van de transitie zelf, de omzetting dus van de pensioenrechten naar kapitalen. Direct daarna kan er weer van alles gaan schuiven, afhankelijk van de financiële situatie na het moment van de transitie. Zorgelijk vind ik ook dat de ruimte van pensioenfonds om eventuele ondervonden verdelingsfouten na de transitie nog te herstellen, beperkt is. Fondsen zouden er in mijn ogen goed aan doen om de eerste twee jaar na de transitie een heel wat grotere operationele reserve aan te houden dan toezichhouder DNB nodig vindt. Dan kunnen ze zo nodig nog wat repareren.

Duurzaamheid speelt een grote rol bij de beleggingskeuzes van pensioenfonds. Tot voor kort was het vanuit de optiek van duurzaamheid 'not done' om nog in wapens te investeren. De publieke opinie is op dat punt echter aan het veranderen. Door de vrij plotseling ontstane nieuwe geopolitieke verhoudingen worden beleggingen in wapens steeds vaker juist wel gezien als duurzame investeringen. In onze vrijheid, namelijk. Pensioenfonds staan voor het dilemma of zij hun beleggingsportefeuille hierop zullen aanpassen of niet, en als zij voor aanpassing kiezen, welke vorm die dan moet krijgen.

'Via de toon aan de top kan de gewenste cultuur van de organisatie met kracht worden uitgedragen en kan een cultuurverandering worden bevorderd.'

Je vraagt me naar mijn mening over diversiteit en inclusie. Eigenlijk best een vreemde vraag, want het is inmiddels toch overbekend en breed geaccepteerd dat diversiteit in samenwerkende teams leidt tot betere besluitvorming. Een team waarvan de leden verschillende achtergronden hebben, is beter in staat een frisse blik op allerlei zaken te ontwikke- >

‘De pensioensector zou er mee gediend zijn als het nu eens een tijdlang wél wat saaier zou worden.’

len en te behouden. Wat inclusie betreft: de cultuur en de omgang met elkaar bepalen of mensen zich geaccepteerd voelen, prettig kunnen werken en tot hun recht kunnen komen op hun werk. Culturen zijn lastig te veranderen. De toon aan de top kan daar wel een rol in spelen. Via de toon aan de top kan de gewenste cultuur van de organisatie met kracht worden uitgedragen en kan een cultuurverandering worden bevorderd, bijvoorbeeld waar het om inclusie gaat. En als je nieuwe mensen gaat aannemen, heb je een moment waarop je invloed kunt uitoefenen op de diversiteit van een team.

Een belangrijk inzicht dat ik in mijn werk heb opgedaan, is dat we er alles aan moeten doen om complexe zaken, zoals pensioen, eenvoudig en duidelijk uit te leggen. Dat moeten we volhouden. Deelnemers in een pensioenfonds moeten kunnen begrijpen waarom pensioenfondsden doen wat ze doen. Om die deelnemers draait al ons werk. Ik vind het daarom ook zorgelijk dat het er niet op lijkt dat de doelstelling van het nieuwe pensioencontract - alles eenvoudiger, goedkoper en begrijpelijker maken voor de deelnemers - gehaald wordt.

Dat ik als vijfenveertigjarige de sprong in het diepe maakte om directeur te worden van een pensioenfonds, beschouw ik als het belangrijkste moment in mijn loopbaan. Ik ging iets compleet anders doen dan ik tot dan toe gedaan had. Ik leerde ervan dat zo’n ommezwaai ontzettend goed kan uitpakken. Mijn omgeving begreep er trouwens niets van. Nadat ik een aantal uitdagende banen had gehad, ging ik de pensioenen in. Wat saai! In werkelijkheid is de pensioenwereld allesbehalve saai. De complexiteit van dit werkterrein geeft mij geweldig veel uitdaging en stimuleert en inspireert me steeds weer om het best mogelijke voor de deelnemers te willen doen. Hier geldt letterlijk: ‘never a dull moment’. De sector zelf zou er overigens mee gediend zijn als het nu eens een

tijdlang wél wat saaier zou worden.

Mijn grootste uitdagingen tot nu toe? Daar hoef ik

niet lang over na te denken. Op 1 staat het liquidatietraject van de Stichting Alcatel-Lucent Pensioenfonds, waarmee we de pensioenrechten onderbrachten bij een ander pensioenfonds, zodanig dat dit voor de deelnemers gunstig zou uitpakken. In die opzet zijn we geslaagd en ook nog eens in slechts drie maanden tijd. Daarnaast heb ik het voeren van rechtszaken namens het pensioenfonds erg uitdagend gevonden. Ik heb een aantal keren voor de Hoge Raad gestaan, gelukkig steeds met goede afloop.

Een uitdaging van formaat was ook de samenvoeging van de twee voormalige compartimenten van Pensioenfonds HaskoningDHV, wat vóór deze samenvoeging een multi-OPF was. Een exercitie die naar mijn mening vergelijkbaar is met de transitie waar we nu voor staan. Ook de implementatie van het nieuwe pensioencontract is weer een echte uitdaging.

Als persoon word ik gedreven door mijn verantwoordelijkheidsgevoel en mijn interesse om complexe zaken tot in detail te doorgronden en ze vervolgens eenvoudig aan anderen te kunnen uitleggen, en dat op zo’n manier dat die anderen daarin voldoende houvast vinden om goede beslissingen te nemen. Complexe zaken boeien mij gewoon. Misschien dat ik daarom ook zo graag bridge. En jazer, ik houd ook van modelbouw. In het bijzonder van het bouwen met de materialen van dat bekende Deense merk.

Ik ben nu zesenzestig en voorzie met grote waarschijnlijkheid dat ik de implementatie van het nieuwe pensioencontract zal ondergaan vanuit de positie van een gepensioneerd. Ik heb er dan niets meer over te vertellen en ga heerlijk genieten van mijn vrije tijd. En nee hoor, ik zal me niet vervelen. ■



alzheimer
nederland



1 op de 5 mensen krijgt dementie.

Alzheimer Nederland is er voor iedereen
die met dementie te maken krijgt.

Voor een beter leven mét dementie
en een toekomst zónder dementie.

Steun ons. [Alzheimer-nederland.nl](https://www.alzheimer-nederland.nl)



Tot in de puntjes voorbereid, volgens plan uitgevoerd

Beroepspensioenfonds Loodsen was een van de eerste pensioenfondsen die de overstap maakte naar het nieuwe pensioenstelsel. Een goede voorbereiding en nauwe samenwerking met partners als fiduciair BlackRock waren de sleutel voor een soepele transitie, zo blijkt uit een gesprek met twee nauw betrokkenen.

Door Michiel Pekelharing

Op 1 januari van dit jaar maakte Beroepspensioenfonds Loodsen (BPL) de overstap naar het nieuwe pensioenstelsel. Het was daarmee één van de eerste drie pensioenfondsen die tot nu toe de transitie maakten. Rajesh Grobbe, Directeur van Bestuursbureau BPL, en Willem van Dommelen, Fiduciair Adviseur bij BlackRock, delen hun eerste ervaringen onder het nieuwe stelsel en kijken terug op de wijze waarop BlackRock met zijn 'target operating model' instrumenteel was in het transitieproces.

Hoe verliep de voorbereiding op de transitie?

Rajesh Grobbe: 'Een goede voorbereiding is de sleutel voor een succesvolle transitie. We zijn heel erg op tijd begonnen met kijken wat er nodig was voor het maken van de omschakeling. Hierdoor hadden we ruim voldoende tijd om het proces aan de hand van uitgebreide tests en simulaties goed voor te bereiden. Een andere succesfactor was de goede samenwerking met onze partners. Naast BlackRock zijn dat Northern Trust als custodian, Blue Sky Group als pensioenadministrateur en Sprenkels als consultant. Het was zaak om

ervoor te zorgen dat iedereen dezelfde taal sprak, aangezien we natuurlijk allemaal verschillende achtergronden hebben.'

Willem van Dommelen: 'Dat laatste is inderdaad een cruciaal punt. Wij hebben ruime ervaring met het doorvoeren van portefeuilleanalyses en dat is hier erg waardevol gebleken. Elke partij in de keten heeft zijn eigen expertise en spreekt zijn eigen taal. Het is essentieel om te ontdekken waar de verbindingpunten liggen, waar samenwerking nodig is en waar mogelijke hiaten zitten. Voor de Wtp hebben we een 'target operating model' ontworpen. Dit model is bij de start voor elke klant hetzelfde, maar wordt gedurende de voorbereidingen geheel aangepast naar de specifieke eigenschappen en voorkeuren van het pensioenfonds. We hebben daarom voorgesteld om ons target operating model als uitgangspunt te nemen. Dit bood een concreet kader om alle gesprekken in aanloop naar de transitie soepel te laten verlopen. Zo konden betrokkenen stap voor stap kijken naar de planning, tijdslijnen en afhankelijkheden. Dankzij goed onderling samenspel binnen het model hebben we alle knelpunten in een vroeg stadium weten op te sporen.'

Waarom heeft BPL ervoor gekozen om meteen begin januari 2025 al de transitie te maken?

Grobbe: 'We zijn in 2022 met dit traject gestart en hebben toen in kaart gebracht wat qua planning haalbaar was. Enerzijds keken we naar het governance- en besluitvormingsproces van het bestuur en de omliggende organen, anderzijds naar wat de uitvoerders aankonden. Het belangrijkste uitgangspunt waren de transitiedoelstellingen die we vanuit de Nederlandse Loodsencorporatie, die gelijkgesteld is aan een beroepspensioenvereniging, hebben meegekregen. Inder tijd lag de dekkinggraad mooi boven deze doelstellingen en die heeft zich sindsdien alleen maar gunstig ontwikkeld. Bovendien lieten de berekeningen zien dat deelnemers er op basis van de diverse modelberekeningen op vooruit zouden gaan, waardoor er geen reden was om de overgang uit te stellen.'

Waren er aanpassingen in de portefeuille nodig?

Van Dommelen: 'Ruim een jaar van tevoren maakten we al een eerste schets van hoe de toekomstige portefeuille er onder

'Een goede voorbereiding is de sleutel voor een succesvolle transitie.'

de nieuwe regeling uit zou kunnen zien. Hierbij hanteerden we als leidraad dat een portefeuille die onder het FTK optimaal is, dit in hoge mate ook onder het nieuwe stelsel blijft. Gedurende het jaar hebben we de gemaakte analyses meerdere keren herhaald. Dit om nieuwe inzichten mee te nemen alsook om de impact te analyseren van wijzigingen in bijvoorbeeld de dekingsgraad en het deelnemersbestand. Op die manier kregen we een helder beeld van hoe robuust de beoogde portefeuille was. Ook hielp het ons om de benodigde veranderingen als gevolg van de transitie duidelijk in beeld te krijgen en hier de herbalanceringsstrategie op te baseren. De grootste verandering zat in de renteafdekking. Daarbuiten bleken slechts beperkte aanpassingen noodzakelijk.

Het credo van Rajesh is: 'eerst draaien, dan verfraaien'. Dat principe hebben we ook hier gehanteerd: we stappen over met een robuuste portefeuille en bekijken daarna in de nieuwe omgeving welke aanpassingen nodig zijn. Omdat de portefeuille al solide was, hoefden we qua transacties niet veel bij te sturen.'

Grobbe: 'De wijze waarop BlackRock dit aanpakte, heeft echt indruk op mij gemaakt. In 2023 zijn we al begonnen om in kaart te brengen hoe de transitie zou doorwerken in de portefeuille. Die bestond toen uit 25 fondsen. Ook zagen de verwachte handelstransacties en de impact daarvan er toen nog heel anders uit doordat er nog meer pensioenfondsen waren. We hebben door BlackRock laten simuleren hoe de overstap er bij de handelsvolumes van begin 2024 had uitgezien. Het was heel fijn om daar wat gevoel bij te krijgen en te merken dat BlackRock echt diepgaande marktinzichten heeft. Bovendien is het aantal fondsen in de loop van vorig jaar afgenomen, zodat we echt met veel vertrouwen naar de transitie toewerkten.'

Van Dommelen: 'Om de risico's nog verder te verkleinen, hebben we geadviseerd om het dekingsgraadrisico in de aanloop naar de transitiedatum te verkleinen. Op deze wijze creëerden we nog meer zekerheid dat de dekingsgraad van BPL voldoende was om in te kunnen varen.'

Bij het uitvoeren van de transacties is het belangrijk om op dat moment de kosten en risico's zorgvuldig tegen elkaar af te wegen. Mocht er onvoldoende liquiditeit



CV

Rajesh Grobbe

Rajesh Grobbe is sinds 2019 Directeur van het Bestuursbureau van het Beroepspensioenfonds Loodsen. Daarnaast vervult hij diverse rollen binnen de pensioensector, waaronder als lid van een Raad van Toezicht, lid van een audit-commissie en sleutelfunctiehouder risicobeheer. Ook maakt Grobbe deel uit van de taskforce diversiteit, gelijkwaardigheid en inclusie. Grobbe is (financieel) bedrijfskundig geschoold en is tevens Register Controller.

zijn, of mochten de transactiekosten buitensporig hoog zijn, dan bespreken we met de klant hoe we hier het beste mee om kunnen gaan. Met BPL hebben we heel korte lijntjes. Hierdoor verloopt de samenwerking heel soepel en prettig.'

Hoe zag de transitie er in de praktijk uit?

Van Dommelen: 'De belangrijkste bijstelling was het aanpassen van de renteafdekking. Dit kon heel snel. Dat gold ook voor de bijstelling van de rest van de portefeuille. Het was natuurlijk wel een voordeel dat Loodsen een van de eerste was die de transitie maakte, zodat er weinig – of misschien zelfs helemaal geen – andere partijen waren die op hetzelfde moment vergelijkbare transacties wilden doorvoeren. We hadden de transitie tot in de puntjes voorbereid en de uitvoering ging volgens plan.'

Grobbe: 'Wij kregen op 2 januari rond 11 uur 's ochtends al het bericht van BlackRock dat de aanpassing van de renteafdekking tegen lage kosten was doorgevoerd. Dat was een heel fijne manier om het nieuwe jaar te beginnen.'

Zit het werk erop nu de transitie succesvol is afgerond, of zijn er nog belangrijke aandachtspunten?

Van Dommelen: 'Wij zijn voortdurend bezig met het optimaliseren van porte- >

‘Het is een continu leerproces, zowel voor ons als voor de markt als geheel. Dat proces is overigens maar net begonnen.’

feuilles en het zoeken naar verbeteringen. In zekere zin is het nu dan ook een beetje business as usual. Tegelijkertijd brengt de nieuwe omgeving ook nieuwe inzichten met zich mee die helpen toekomstige verbeteringen door te voeren. Het is een continu leerproces, zowel voor ons als voor de markt als geheel. Dat proces is overigens nog maar net begonnen.’

Grobbe: ‘We hebben nog steeds een wekelijkse check met alle partijen die bij het proces betrokken zijn. Hoewel deze meetings kort zijn, merk ik dat ze ontzettend nuttig zijn. Het helpt inzicht te houden in lopende zaken, eventuele knelpunten snel te signaleren en direct bij te sturen waar nodig.’

Op welk deel van de transitie kijken jullie met de meeste voldoening terug?

Grobbe: ‘Als voorzitter van de stuur- en werkgroepen was het een ervaring die je niet uit een boekje haalt. Het was een ontzettend leerzame tijd. Die kennis en inzichten neemt niemand me meer af. Uiteindelijk doen we het natuurlijk voor onze deelnemers. In dat opzicht ben ik best trots op de wijze waarop we die groep in de aanloop naar de transitie met goede communicatie goed wisten mee te nemen. Na de uitbetaling van de eerste aangepaste pensioenuitkeringen heeft de servicedesk welgeteld één deelnemer aan de lijn gehad met een vraag hierover. Hij wilde controleren of het echt klopte dat zijn uitkering in het nieuwe jaar zoveel was gestegen.’

Van Dommelen: ‘In het Engels heb je het mooie spreekwoord ‘the proof of the pudding is in the eating’, oftewel je merkt pas of iets echt goed is op het moment dat je het daadwerkelijk doet. Ik kijk dan ook met trots terug op het moment dat de wijzigingen in de portefeuille en bij de renteaftdekking op 2 januari soepel en succesvol werden doorgevoerd. Daar doe



CV

Willem van Dommelen

Willem van Dommelen is als Fiduciair Adviseur verbonden aan het EMEA Pension Solutions-team binnen Multi-Asset Strategies & Solutions van BlackRock. Voor hij in 2023 bij BlackRock in dienst kwam, werkte hij bij NN Investment Partners, waar hij onder meer verantwoordelijk was voor de ontwikkeling en het beheer van systematische beleggingsoplossingen (waaronder LDI) en leiding gaf aan een alternatives-beleggingsteam. Van Dommelen studeerde Finance & Accounting aan de Universiteit van Tilburg.

‘De belangrijkste bijstelling was het aanpassen van de renteaftdekking.’

je het in feite allemaal voor. En ik ben heel blij met alle ervaring die we tijdens onze gezamenlijke reis hebben opgedaan. Tussen onze eerste presentatie van het target operating model en de daadwerkelijke overgang zaten heel veel gesprekken, nieuwe inzichten en ervaringen. Het is heel waardevol om nu ervaring te hebben in het hele voorbereidingsproces, de transitie en nu ook nog met de fase na de transitie waarin een pensioenfonds onder de nieuwe regeling opereert. Daar hebben wij en onze andere klanten zeker profijt van.’ ■

Risicowaarschuwingen

Beleggingsrisico. De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers hun oorspronkelijke inleg niet terugontvangen.

Dit is een marketinguiting.

Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de AFM en de MiFID-richtlijn). Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen.

Uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, tel: 020 – 549 5200 / +31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen.

© 2025 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden.
MKTGH0425E/S-438993

Pensioenrendementen. Wie is verantwoordelijk?

In de jaren '80 en '90 was de rentestand een stuk hoger dan de rekenrente, waardoor indexaties bij pensioenfondsen gemakkelijk konden worden toegekend. Het pensioenfondsbestuur kwam elk kwartaal bijeen en zag dat het goed ging. Dit bestuur diende in ieder geval uit vier personen te bestaan zodat men kon klaverjassen, aldus voormalig minister Gerrit Zalm.

Sindsdien hebben financiële markten zich ontwikkeld en zijn de beleggingsportefeuilles complexer geworden. Steeds meer risico's werden geïdentificeerd die vervolgens gemanaged moesten worden. Toezicht en regelgeving namen een enorme vlucht. Ondanks of dankzij alle maatregelen liepen indexatieachterstanden op. Extra personeel werd ingehuurd om de portefeuille in goede banen te leiden. De fiduciair manager deed zijn intrede om het bestuur te ontzorgen. ABP bracht de volledige uitvoering onder bij APG en andere grote bedrijfstakpensioenfondsen volgden een vergelijkbaar pad.



Door **Bert Leffers**,
onafhankelijk
investment consultant,
en **Anton Kramer**,
Directeur
OverRendement

De tijd van vier vergaderingen per jaar kwam daarmee niet terug. Het bestuur wordt geacht 'in control' te zijn, wat al gauw wordt uitgelegd als de verplichting om op de hoogte te zijn van wat er speelt in de beleggingsportefeuille. Ook de fiduciair moet worden beoordeeld. En zo kwam er een bestuursbureau bij. De totale salarispost van ABP is inmiddels zo'n € 10 miljoen. Maar de totale kosten voor het beheer van het vermogen bedroegen in de afgelopen vijf jaar gemiddeld € 3 miljard.

Voor een dergelijk bedrag verwacht je een goed rendement. Uit analyse blijkt dat de vijf grootste bedrijfstakpensioenfondsen een rendement van rond de 4% behaalden over de afgelopen 10 jaar. Dat is geen hoog percentage. Een simpele verdeling van 60% aandelen en 40% obligaties deed het beter over deze periode. Wie is nu verantwoordelijk?

Het logische antwoord lijkt: de eigenaar van het vermogen. Veel mensen zullen zeggen dat de pensioendeelnemers de eigenaar zijn. Juridisch is dit echter niet zo. Het pensioenfondsbestuur treedt op als verantwoordelijke.

Daarbij ontstaat een zogenaamde principal-agent-relatie tussen pensioendeelnemers (de principaal ofwel eigenaar) en het pensioenfonds (de agent), waarbij het de vraag is of het fonds in het belang van de deelnemers handelt.

Eerder dit jaar hebben de bestuurders van de vijf grootste bedrijfstakpensioenfondsen de politiek opgeroepen om pensioendeelnemers geen stemrecht te geven over het invaren middels een referendum. Deze bestuurders willen hun principals liever buitenspel zetten. Zij zullen dus wel de volle verantwoordelijkheid voor het matige rendement over de afgelopen jaren op hun schouders nemen, toch? Er is echter nog nooit een pensioenfondsbestuurder afgetreden wegens teleurstellend rendement. Zij leggen de verantwoordelijkheid bij het bestuursbureau en/of de fiduciair manager. Hier wordt inderdaad nog wel eens een wijziging gezien, maar het verband met rendement is zwak. Pas bij de volgende managementlagen van portefeuillemanagers of externe beheerders vallen bij negatieve performance ontslagen.

Deze scheve verantwoordelijkheid kent in de arbeidsmarkt zijn prijs. Regelmatig krijgt de parttime pensioenfondsbestuurder de laagste vergoeding, terwijl de (private) equity manager miljoenen verdient. Het laat zich raden waar de slimste mensen gaan werken.

Wie kan er nu werkelijk verantwoordelijk worden gehouden voor de strategische asset allocatie die allesbepalend is voor het pensioenrendement? De pensioenfondsbestuurders laten het afweten. Het verantwoordingsorgaan kan geen vuist maken. DNB heeft zijn rol als toezichthouder opgevat als controle op het correct uitvoeren van regels, procedures, risicomanagement en ESG-beleid.

In de dynamiek van de principal-agent-relatie en de complexiteit van beleggingsportefeuilles is de verantwoordelijkheid voor het rendement verdwenen in een kluwen van managementlagen. Het wordt tijd dat pensioenfondsen teruggaan naar een eenvoudige structuur met heldere verantwoordelijkheden. Dit betekent dat deskundigen op hun eigen vakgebied de beslissingen nemen en verantwoordelijkheid dragen. Dan zouden pensioenfondsbestuurders weer met een gerust hart kunnen klaverjassen. ■

Wtp-beleggen vereist meer flexibiliteit en liquiditeit

Met de invoering van lifecycle-beleggen onder de Wtp gaan pensioenfondsen meer tijdsdruk ervaren in het beleggingsproces. Pensioenfondsen kunnen zich hierop voorbereiden door een slimme portefeuilleconstructie en door een degelijke 'liquiditeitswaterval' te implementeren.

Door *Martin Sanders*

Naarmate de Nederlandse samenleving vergrijst, worden steeds meer pensioenfondsen cashflow-negatief: zij krijgen minder premies binnen dan ze aan uitkeringen spenderen. De overgang van het FTK naar de Wtp versnelt dit proces, omdat nu ook een deel van de buffers uitgekeerd gaat worden. Een andere verandering is dat er onder de Wtp meer in illiquide asset classes belegd gaat worden vanwege de te verwachten hogere rendementen. Ten

opzichte van de huidige situatie betekent dit dat er minder liquide beleggingen in de portefeuille zullen zitten. Ten slotte zal er onder de Wtp veel vaker een herbalancering van de portefeuille plaatsvinden, waarschijnlijk op maandbasis. Dit vereist een slimme constructie van de strategische portefeuille. De simpelste oplossing is om structureel een cashpositie aan te houden, bijvoorbeeld in geldmarktfondsen, om ervoor te zorgen dat er altijd

voldoende liquiditeiten in huis zijn om pensioenen uit te keren en aan overige kortetermijnverplichtingen te voldoen. Om de strategische assetmix op peil te houden, passend bij de risicoprofielen van de verschillende cohorten, kan er op topniveau naast elke illiquide categorie een liquide proxy-categorie worden aangehouden. Bijvoorbeeld naast private equity, listed equity en naast private debt, high yield (zie Figuur 1).

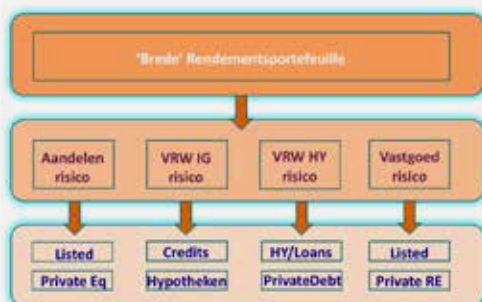
Door liquide en illiquide categorieën aan elkaar te koppelen, kan er eenvoudiger geherbalanceerd worden wanneer dit nodig is, bijvoorbeeld op maandultimo's, of wanneer het strategisch minimum of maximum wordt benaderd of overschreden. Ook kunnen de liquide assets dienen als bron voor nog op te vragen commitments. Een fonds dat een strategische positie wil gaan aanhouden in de Wtp in bijvoorbeeld private debt, kan deze allocatie meteen op peil brengen door eerst in 'high yielding' obligaties te gaan beleggen en langzaamaan, bij elk commitment dat wordt opgevraagd, hieruit te putten. Evenzo kan dit met investment grade

credits en hypotheeklen, en met beursgenoteerde aandelen en private equity-beleggingen. Een fonds dat juist een illiquide categorie wil afbouwen – en dat kan jaren duren – kan deze overweging voorlopig compenseren met een onderweging in de liquide proxy-assets. Op deze manier kan op een betrekkelijk eenvoudige wijze worden voldaan aan het gewenste risicoprofiel van de deelnemers in elk cohort.

Operationeel liquiditeitsmanagement

Naast de strategische blik op de liquiditeit van een portefeuille is er ook een operationele kant van liquiditeitsmanagement. Die zien we vooral terug in het beheer van de beschermingsportefeuille, maar ook bij het gebruik van derivaten en cashmanagement. Om met dit laatste te beginnen: onder het FTK nemen pensioenfondsen zelden een strategische allocatie naar geldmarktfondsen op. Liquide middelen zijn vaak een resultante van de beleggingen, 'frictie kas'. In de LDI-portefeuille is de laatste jaren echter steeds meer cash geslopen met de komst van 'cleared' renteswaps. Deze cash wordt vaak

FIGUUR 1: VOORBEELD VAN EEN STRATEGISCHE ASSETMIX



Bron: AXA Investment Managers

FIGUUR 2: MANDATEN EN INSTRUMENTEN



Bron: AXA Investment Managers

aangehouden in kortlopende, triple A-geldmarktfondsen met ESTR als benchmark. De uitdaging is om, na kosten, de zesmaands Euribor-rente te halen, die in swapcontracten gebruikt wordt. Met een ESTR-rente die recent (en normaal gesproken) onder deze benchmark ligt door de renteverlagingen van de ECB, wordt dit lastig.

Een aantal marktpartijen heeft om die reden een deel van de geldmarktfondsen ingeruild voor een allocatie naar short duration euro bonds. Deze geven een yield boven Euribor. Een nadeel is dat deze obligaties niet 'overnight' beschikbaar zijn om cash collateral te storten, maar in bilaterale swapcontracten kunnen ze wel worden gebruikt om aan de variation margin te voldoen.

Andere liquide instrumenten die in een LDI- of CDI-portefeuille gebruikt kunnen worden, naast de traditionele staatsobligaties, zijn investment grade credits voor een extra spread, bund futures en obligaties ETFs. Deze instrumenten handelen in verschillende markten met verschillende actoren en worden doorlopend in grote volumes verhandeld. Bij gebruik van

bund futures moet er ook collateral cash beschikbaar zijn. Dat is niet het geval bij ETFs, maar die kunnen weer niet gebruikt worden om als collateral te dienen, zoals staatsobligaties.

Ten slotte is het pensioenfondsen aan te raden om repo-contracten beschikbaar te hebben om in geval van extreme markomstandigheden snel cash tegen onderpand van obligaties beschikbaar te maken. Er moeten dan nog wel voldoende staatsobligaties in de portefeuille zitten om deze te kunnen gebruiken. Indien een fonds alleen nog cleared swapcontracten gebruikt en geen staatsobligaties meer heeft als onderpand, dan is een repo-contract niet mogelijk en beperkt dat hen in liquiditeit. Dit vergroot het risico dat het swapcontract ontbonden wordt en de rentehedge verloren gaat in extreme marktomstandigheden. Het is ook mogelijk om een banklening achter de hand te houden. Zorg er dan wel voor dat dit een 'committed' krediet is, anders zal er in tijd van nood geen beroep op de bank kunnen worden gedaan. Dit betreft wel een relatief dure vorm van liquiditeit.

De-risken voor en na de transitiefase

Met het oog op het transitie-moment naar de Wtp is behoud van flexibiliteit en daarmee liquiditeit belangrijk. In de fase van voorsorteren kan al gewerkt worden aan de liquiditeit van de strategische asset allocatie. Voor veranderingen in de strategische mix zal veel tijd moeten worden ingeruimd, ook na de transitie. De combinatie van liquide en illiquide proxies houdt het gewenste risicoprofiel op peil, terwijl de transitie geleidelijk vorm krijgt. Ook kan de LDI-portefeuille al aangepast worden naar een meer liquide samenstelling voor de transitie. Dit laatste zal helpen om kort voor of na de transitie de rentehedge snel in overeenstemming te brengen met de gewenste positionering. ■

Disclaimer

Dit artikel is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van MiFID (2014/65/EU). Het is geen financiële promotie, zoals gedefinieerd door de financiële toezichthouder, en is uitsluitend bedoeld ter informatie. Op basis van de verstrekte informatie dienen geen financiële beslissingen te worden genomen. Dit artikel vormt geen aanbod tot koop of verkoop van enig product of enige dienst van de groep bedrijven die onder AXA IM vallen ('de Groep') en dient niet te worden beschouwd als uitnodiging of aanbeveling om tot enige beleggingstransactie over te gaan. Bovendien moet de informatie in dit document vanwege de vereenvoudiging als subjectief en niet volledig worden gezien. De standpunten in dit artikel zijn geen beleggingsadvies, komen niet per se overeen met de standpunten van enig bedrijf binnen de Groep en kunnen wijzigingen ondergaan zonder voorafgaande kennisgeving, hoewel AXA IM daartoe niet verplicht is. Ofschoon de grootst mogelijke zorgvuldigheid is betracht, wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, (inclusief aansprakelijkheid jegens derden) met betrekking tot de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid en volledigheid van de hier gepresenteerde informatie.



Martin Sanders

Head of Pension Investments,
AXA Investment Managers

IN HET KORT

Pensioenfondsen moeten onder de Wtp flexibeler en meer liquide worden vanwege een grotere allocatie naar illiquide, hoger renderende assets en maandelijks herbalancerings.

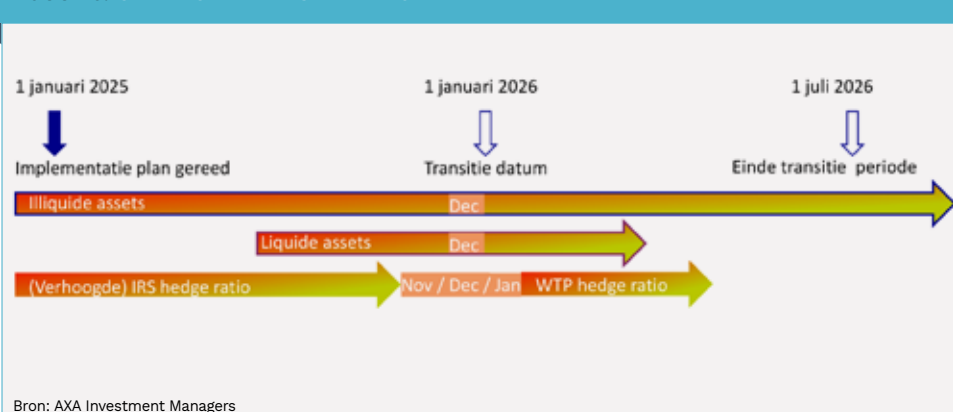
Dit kan door liquide proxy's te definiëren naast illiquide beleggingen.

Operationeel moet er meer liquiditeit worden aangehouden, vooral door het toenemende gebruik van 'cleared' renteswaps.

Het is raadzaam om ook bilaterale 'OTC' swaps te behouden om aan liquiditeitsbehoeften te voldoen.

Met het oog op het transitiemoment naar de Wtp is behoud van flexibiliteit en daarmee liquiditeit belangrijk.

FIGUUR 3: OVERZICHT TRANSITIEPERIODE





De leenrestrictie vervalst: vloek of zegen?

Weinig aspecten van het nieuwe pensioenstelsel roepen meer discussie op dan de leenrestrictie. Het onderwerp leent zich dan ook uitstekend voor een negatieve framing, want wie wil er nou ‘beleggen met geleend geld’?

Door Gosse Alserda

Pensioenfondsen die in het nieuwe stelsel de solidaire premieregeling gaan voeren, kunnen deelnemers meer dan 100% exposure naar overrendement bieden. Wanneer deze exposure hoger is dan 100% na mapping naar aandelen – een methodiek van DNB waarbij minder risicovolle beleggingen worden geschaald naar het risico van aandelen – is er officieel sprake van het laten vervallen van de leenrestrictie. De exposure mag na mapping oplopen tot maximaal 150%. In de praktijk komt dit neer op een maximale blootstelling naar een breed gespreide portefeuille van circa 200%. Er wordt alleen niet echt belegd met geleend geld, de exposure boven de 100% komt van niet-gebruikt vermogen van andere leeftijdscohorten, in de praktijk voornamelijk van ouderen.

Kans op negatief vermogen vrijwel nihil

Naast de negatieve framing is de weerstand tegen het opheffen van de leenrestrictie vooral gericht op de kans dat het opheffen van de leenrestrictie zal leiden tot een negatief vermogen. Hierdoor zouden niet alleen de deelnemers hun volledig opgebouwde vermogen kwijt zijn, maar zou het vermogen ook vanuit andere bronnen worden moeten aangevuld tot nul. Op basis van de door DNB gepubliceerde scenario-sets (Q1 2025) komt het risico op een negatief kapitaal al voor bij toedelingen vanaf 120%. Het is echter de vraag of deze scenario-sets een goed beeld geeft van dit risico.

Ten eerste gaat deze set uit van jaarrendementen, terwijl in de praktijk maandelijks toegedeeld gaat worden. Voor een negatief kapitaal moet de gehele schok in een maand plaatsvinden. De kans dat een grote schok plaatsvindt binnen een maand, is aanzienlijk kleiner dan dat diezelfde schok binnen een jaar plaatsvindt. Zo is de grootste aandelenschok in een jaar -40% (1931), terwijl de grootste schok in een maand -26% bedroeg (november 1929)¹. Met 150% exposure was dus zelfs in deze slechtste maand niet in de buurt van een negatief vermogen uitgekomen. Daarnaast wordt er niet uitsluitend in aandelen belegd, maar in een breed gespreide portefeuille. Deze kent normaal een lager risico, waardoor de kans op grote negatieve schokken ook sterk afneemt. Als we kijken naar de grootste schok deze eeuw (maart 2020), dan was dat 14,2% voor aandelen, terwijl de breed gespreide portefeuille 10,9% inleverde. Kortom, de daadwerkelijke kans op een negatief vermogen is vele malen kleiner dan geïmpli-

ceerd wordt in de DNB-scenario's.

Betere diversificatie over tijd

De meerwaarde van het laten vervallen van de leenrestrictie komt interessant genoeg juist voort uit het optimaal spreiden – en daarmee verlagen – van financiële risico's. Dit werkt als volgt.

Over de lange periode waarover we pensioen opbouwen, maken we zowel goede als slechte beleggingsjaren mee. Als we over een lange periode beleggen, dan kan het risico over deze periodes elkaar gedeeltelijk opheffen. Daardoor neemt het risico van een belegging niet lineair toe als er voor een langere periode wordt belegd. Om hiervan optimaal te profiteren, moet de blootstelling naar financiële risico's zo goed mogelijk over de tijd verspreid worden, zodat er niet alsnog veel gewicht komt te liggen op een of enkele periodes.

Het probleem in de pensioenopbouw is echter dat jongeren nog maar weinig financieel kapitaal hebben. Veel van het verwachte pensioenvermogen komt voort uit toekomstige pensioenpremies (menselijk kapitaal) dat over het algemeen relatief weinig risico's bevat. Optimale diversificatie over tijd wordt bereikt als over de hele opbouw hetzelfde gedeelte van het (verwachte) pensioenvermogen met risico wordt belegd. Maar ten opzichte van het aanwezige financiële kapitaal moet er dus een hoger percentage worden belegd als je jonger bent. Sterker nog, voor jongere deelnemers zal het optimaal te beleggen bedrag waarschijnlijk hoger zijn dan het aanwezige financiële kapitaal. Voor die deelnemers is het dus wenselijk om de leenrestrictie te laten vervallen en meer dan 100% exposure te geven naar overrendement. Kortom, zonder leenrestrictie wordt niet per definitie meer risico genomen, maar kan het risico vooral beter gespreid worden over de tijd, met een lager totaal risico als gevolg.

Betere diversificatie over beleggingscategorieën

Een andere manier waarop het laten verval-

len van de leenrestrictie kan bijdragen aan een lager risico, is door diversificatie over beleggingscategorieën. Als over meer categorieën wordt gespreid, neemt normaal gesproken de efficiëntie van de portefeuille toe. Het probleem is echter dat een brede spreiding vaak ook gepaard gaat met lagere verwachte rendementen. Voor jongeren is een breed gespreide portefeuille om die reden vaak te defensief en wordt in regelingen met een leenrestrictie (zoals individuele premieregelingen) voor jongeren vaak volledig in aandelen belegd, ondanks dat hiermee diversificatie wordt misgelopen. Door een hogere blootstelling dan 100% toe te laten, kan dit probleem worden opgelost.

Stel dat aandelen een verwacht overrendement hebben van 4% met een risico van 20% en dat een breed gespreide portefeuille een verwacht overrendement heeft van 3% met een risico van 10%. De breed gespreide portefeuille is veel efficiënter, maar heeft een te laag overrendement voor jongeren. Met een leenrestrictie zijn jongeren genoodzaakt om in aandelen te beleggen, met een risico van 20% als gevolg. Wanneer de leenrestrictie komt te vervallen, kan er echter ook worden gekozen voor 133% exposure naar de breed gespreide portefeuille. Dit geeft hetzelfde verwachte overrendement, maar wel tegen een veel lager risico (13,3% i.p.v. 20%). Onderzoek² laat zien dat verwachte pensioenuitkeringen zonder leenrestrictie wel 5% hoger kunnen uitvallen, zonder dat risico's toenemen.

Handhaven leenrestrictie is een gemiste kans

Het loslaten van de leenrestrictie kan veel meerwaarde bieden voor pensioenfondsdeelnemers, niet door risico's te vergroten, maar juist door risico's beter te spreiden over de tijd. Hierdoor kan de waarde van de pensioenuitkeringen met verschillende procentpunten toenemen, wat een forse toename is als we het vergelijken met de impact van veel andere beleggingsvraagstukken. Daar staat een kans op een negatief vermogen tegenover. Deze kans is echter vooral theoretisch en vereist een crisis die minstens 2,5 keer zo groot is als ooit is voorgekomen. Gegeven het significante voordeel en het voornamelijk theoretische nadeel lijkt het dan ook een gemiste kans om geen gebruik te maken van de kansen van het laten vervallen van de leenrestrictie. ■



Gosse Alserda

Senior Investment Strategist,
Aegon Asset Management

IN HET KORT

Als de leenrestrictie wordt losgelaten, wordt niet echt met geleend geld belegd. De exposure boven de 100% komt van niet-gebruikt vermogen van andere leeftijdscategorieën.

De kans op negatief kapitaal is zeer klein door de maandelijks toedelingen en een brede spreiding.

De verdeling van de risico's over de opbouwperiode verlaagt het totale risico en verhoogt pensioenuitkeringen.

Zonder leenrestrictie kunnen jongeren breder gespreid beleggen, wat hun rendement verbetert zonder extra risico.

Het handhaven van de leenrestrictie beperkt onnodig de optimalisatie van het rendement en de risicospreiding.

FIGUUR 1: VERHOUDING MENSELIJK EN FINANCIËEL KAPITAAL



Bron: Aegon Asset Management

1 Bron: Shiller S&P composite inclusief dividend

2 Aegon Asset management, Pensioenakkoord uitgelegd Deel 5: Beleggingsbeleid in de nieuwe regelingen, april 2021.



Illiquide beleggingen onder de Wtp

Illiquide beleggingen leveren voor pensioenfondsen aantrekkelijke rendementen en diversificatievoordelen op, maar brengen ook uitdagingen met zich mee. Jeroen Roskam en Reinout van Tuyl van Achmea Investment Management beantwoorden enkele cruciale vragen over dit type beleggingen onder het nieuwe pensioenstelsel.

Door Daan Nijssen

Hoe aantrekkelijk zijn illiquide beleggingen onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp)?

Reinout van Tuyl: 'Het toevoegen van illiquide beleggingen blijft onder de Wtp een goede manier om het risicoprofiel van de portefeuille te verbeteren. Ze bieden diversificatie aan een beleggingsportefeuille en gaan gepaard met een aantrekkelijk rendement en een lage volatiliteit. De overgang naar een nieuwe pensioenregeling verandert niets aan deze eigenschappen.'

Figuur 1 geeft weer hoe binnen onze organisatie het beleggingsuniversum wordt ingedeeld naar de primaire bron van risico. We onderscheiden drie portefeuillerollen: Inflatie & Diversificatie, Rendement, en Veiligheid & Matching. Private equity is ingedeeld bij Rendement, hypotheek vallen onder Veiligheid & Matching, en vastgoed en infrastructuur bieden Inflatie & Diversificatie.

Binnen het Financieel Toetsingskader (FTK) worden de lusten en de lasten van illiquide beleggingen via de dekkingsgraad collectief gedeeld. Onder de Wtp wordt de link tussen de beleggingsportefeuille en het vermogen van de deelnemer meer expliciet dan binnen het FTK. Dit betekent dat alhoewel illiquide beleggingen nog steeds een waardevolle toevoeging zijn aan een beleggingsportefeuille, de voor- en nadelen explicieter zichtbaar worden.'

Jeroen Roskam: 'Daarnaast bieden illiquide beleggingen de mogelijkheid om te investeren in projecten of bedrijven die een positieve maatschappelijke impact hebben, zoals duurzame energieprojecten. Dit sluit goed aan bij de ambitie van veel pensioenfondsen om niet alleen financieel rendement te behalen, maar ook maatschappelijke waarde te creëren.'

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen voor illiquide beleggingen binnen de nieuwe pensioenregelingen?

Jeroen Roskam: 'De belangrijkste uitdagingen zijn stale pricing en kosten. Daarnaast kunnen uiteraard allocatie-effecten ontstaan waarop – gezien het illiquide karakter – niet bijgestuurd kan worden. Dit laatste vraagt, net als nu binnen het FTK, om een goed portefeuilleplan.'

‘Relatief gezien
zijn het de
jongeren die de
meeste lasten
dragen én die het
meest profiteren
van de lusten van
illiquide
beleggingen.’

De waardering van illiquide beleggingen komt met vertraging beschikbaar waardoor deze niet alle recente marktontwikkelingen reflecteert. Dit wordt stale pricing genoemd. Het handelen op vertraagde koersen kan impact hebben op individuele pensioenkapitalen. Dit is met name relevant bij grote marktbewegingen die gelijktijdig plaatsvinden met grote mutaties, zoals invaren of (collectieve) waardeoverdrachten. Hoe langer de vertraging in waardering, hoe groter de potentiële impact.

In het geval van een marktschok, en afhankelijk van de vertraging, kan een koers die met vertraging beschikbaar komt voor categorieën als private equity en infrastructuur historisch gezien 15% tot 20% lager liggen dan de koers die beschikbaar was op het moment van het verwerken van de mutatie of van bijsturing van de portefeuille.

Daarnaast zijn er uitdagingen met betrekking tot de kosten. Illiquide beleggingen gaan vaak gepaard met hogere beheerkosten. Daar staan naar verwachting hogere rendementen en/of een betere diversificatie en potentiële maatschappelijke impact tegenover.

Pensioenfondsen moeten zorgvuldig afwegen of de potentiële voordelen van illiquide beleggingen opwegen tegen deze extra kosten. Daarbij is het verstandig om de bestaande kaders rondom kosten en instrumentkeuzes opnieuw tegen het licht te houden. Indien de actuele kosten van een categorie als (te) hoog worden ervaren, kan een pensioenfonds andere implementatievormen afwegen. Zo kan een belegging in een breed gespreid open- en/of gesloten fonds lagere kosten met zich meebrengen dan een combinatie van beleggingen in gespecialiseerde closed-end fondsen.

Wat betekent het toevoegen van illiquide beleggingen voor verschillende leeftijdscohorten?

Van Tuyll: 'Illiquide beleggingen hebben een positief effect op het risicorendementsprofiel van een beleggingsportefeuille. Dit heeft weer een positief effect op het verwachte pensioen voor zowel jongere als oudere deelnemers. Zo bieden illiquide beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur exposure naar de risicobron inflatie. Deze categorieën zorgen ervoor dat de portefeuille minder kwetsbaar wordt in



Jeroen Roskam

Senior Fiduciair Adviseur,
Achmea Investment
Management



Reinout van Tuijl

Senior Investment Strategist,
Achmea Investment
Management

FIGUUR 1: TOEKOMSTGERICHTE PORTEFEUILLECONSTRUCTIE



Bron: Achmea Investment Management

een scenario met hoger dan verwachte inflatie.'

Roskam: 'Illiquide beleggingen zoals hypotheek en private equity hebben een rol als return enhancers binnen de beschermingsportefeuille en de rendementsportefeuille. Het merendeel van de illiquide beleggingen zal onderdeel vormen van de rendementsportefeuille. Jongeren krijgen de hoogste impliciete (SPR) of expliciete (FPR) allocatie naar de rendementsportefeuille. Relatief gezien zijn het dan ook de jongere deelnemers die de meeste lasten dragen én die het meest profiteren van de lusten van illiquide beleggingen.

Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de effecten voor de eigen portefeuille op cohortniveau inzichtelijk te maken.'

Hoe kunnen pensioenfondsen omgaan met de vertraagde waardering?

Roskam: 'De meest voor de hand liggende oplossing is om gebruik te maken van de laatst bekende koers als basis voor transacties en mutaties. Daarmee wordt de vertraging in waardering de facto 'gewoon' geaccepteerd. Daarbij kunnen ze externe managers aansporen om tot snellere en frequentere waarderingen te komen. Het hanteren van een eigen schatting van de koers van illiquide beleggingen is complex en brengt nieuwe en onwenselijke risico's voor pensioenfondsen met zich mee.

Aanvullend kunnen pensioenfondsen in samenspraak met hun uitvoerders uitwerken hoe invulling wordt gegeven aan significante (collectieve) waardeoverdrachten, specifiek ten tijde van marktvolatiliteit. Dit vertaalt zich in het opstellen van een set regels.

Ook dienen pensioenfondsen na te denken over de risico's bij invaren en mogelijk vooraf te definiëren of zich situaties kunnen voordoen die met terugwerkende kracht om mutaties op deelnemersniveau vragen en welke (on)mogelijkheden hierbij gelden.'

Van Tuyll: 'Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de investment cases en portefeuilleplannen van illiquide asset classes opnieuw te beoordelen, met nadruk op de waarderingsfrequentie. Het continu achteraf vereffenen van koersaanpassingen is onder de Wtp ondoenlijk.'

'In de VS zijn er illiquide vastgoedbeleggingen die dagelijks gewaardeerd worden door samenwerkingen met zogenaamde valuation management companies.'

Wat zijn de ontwikkelingen in de markt om waarderingen sneller beschikbaar te krijgen?

Roskam: 'Uit een rondvraag onder illiquide managers blijkt dat er bij fondsen met vooral Nederlandse klanten een verschuiving plaatsvindt van waardering per kwartaal naar waardering per maand. Dit zijn met name Nederlandse vastgoed- en hypotheekfondsen. Private equity- en infrastructuurfondsen zijn meestal internationaal georiënteerd. Daar speelt dit niet.

Ook Nederlandse vastgoedbeheerders onderzoeken of frequenter waarderen en taxeren haalbaar is. Maandelijks waarderen lijkt hierbij mogelijk. Op de korte termijn kan dit door verwerkte maandmutaties door te rekenen in de waardering (verkoopresultaten, dividenden, intredingen en uittredingen). Op de lange termijn wordt ook nagedacht over geautomatiseerde taxaties (automated value modelling), vergelijkbaar met wat al in de Verenigde Staten gebeurt.

Frequenter extern taxeren (bijvoorbeeld maandelijks) lijkt ondoenlijk, zowel qua taxatiecapaciteit als qua kosten. In de VS zijn er illiquide vastgoedbeleggingen die dagelijks gewaardeerd worden door samenwerkingen met zogenaamde valuation management companies. Deze trend kan zich uitbreiden naar andere beleggingscategorieën en ook toepasbaar worden voor Europese of Nederlandse beleggers.' ■

Disclaimer

Dit is reclame. Deze informatie is alleen bestemd voor professionele beleggers. Deze informatie is momentafhankelijk en met zorg samengesteld, bevat geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen, geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, en geen juridisch of fiscaal advies. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging aanhoudt. Beleggen kent risico's en kosten. Achmea Investment Management B.V. als beheerder van beleggingsinstellingen, is ingeschreven in het register van de AFM.

IN HET KORT

Illiquide beleggingen blijven onder de Wtp een goede manier om het risicoprofiel van de portefeuille te verbeteren en maatschappelijke waarde te creëren.

De vertraagde waardering van illiquide beleggingen heeft impact op het kapitaal van deelnemers. Dit heeft vooral impact bij grote mutaties in combinatie met marktschokken.

Pensioenfondsen kunnen de investment cases tegen het licht houden en in gesprek gaan met hun externe vermogensbeheerders om tot een snellere en frequentere waardering te komen.

Spook van dotcom-zeepbel speelt AI-aandelenrally parten

Amerikaanse tech-aandelen zijn dit jaar niet goed begonnen. Al gauw dringt zich de vergelijking op met het uiteenspatten van de dotcom-zeepbel. Maar naast overeenkomsten zijn er vooral verschillen.

Zowel de recente AI-aandelenrally als de dotcom-periode werden gekenmerkt door een enorme hype rondom een nieuwe technologie: in de jaren '90 was dat het internet, nu is dat kunstmatige intelligentie. Speculatieve beleggers menen dat dit soort innovaties de wereld radicaal zal veranderen. Deze euforie veroorzaakt dan een rally op de beurs. Tijdens de dotcom-hype stegen aandelen van internetbedrijven explosief, net zoals de aandelen van Nvidia, Microsoft en andere AI-gerelateerde bedrijven die nu in de schijnwerpers staan. In beide gevallen vloeiden miljarden dollars naar bedrijven en namen beleggers al een voorschot op toekomstige hoge winsten. In zo'n fase worden ook overnames gedaan tegen enorme waarderingen die mogelijk nooit worden terugverdiend.

Op 24 maart 2000 bereikte de S&P 500-index een recordniveau dat pas in 2007 opnieuw werd gehaald. Drie dagen later sloot de tech-heavy Nasdaq 100-index ook op een recordhoogte, de laatste keer in ruim 15 jaar. Na het dieptepunt in oktober 2022 steeg de S&P 500 met 72% tot de recordstand medio februari 2025, waarbij de index meer dan \$ 22 biljoen aan marktwaarde toevoegde. Maar daarna keerde het sentiment en begonnen de aandelen te dalen. De Nasdaq 100 verloor meer dan 10% en kwam in een correctieterritorium terecht en ook de S&P 500 zakte naar dat niveau.

Verschillen

De internetbubbel was grotendeels gebaseerd op verlieslatende startups, waarvan sommige profiteerden van de manie door een '.com' aan hun naam toe te voegen, gevolgd door

een beursintroduktie en emissie van nieuwe aandelen. Het internet was nog grotendeels experimenteel en veel dotcom-bedrijven hadden indertijd nauwelijks omzet en misten solide verdienmodellen. De euforie rondom AI is daarentegen gecentreerd rond een kleine groep technologiebedrijven die tot de meest winstgevende en financieel stabiele ondernemingen ter wereld behoren. Alleen al dit jaar zullen Alphabet, Amazon, Meta en Microsoft samen naar verwachting \$ 300 miljard investeren om hun AI-mogelijkheden verder te ontwikkelen. En zelfs met al die uitgaven wordt nog steeds verwacht dat ze \$ 234 miljard aan gecombineerde vrije kasstroom genereren. In 2000 had je daarentegen een enorm aantal bedrijven in de top 200 qua marktkapitalisatie die een negatieve 'burn rate' hadden. Bij AI zien we tastbare toepassingen in winstgevende bedrijfsmodellen, vooral in de chipsector en bij cloud-diensten. De adoptiesnelheid ligt ook aanmerkelijk hoger. AI wordt nu veel sneller en breder geïntegreerd in sectoren zoals gezondheidszorg, marketing en softwareontwikkeling dan internetdiensten destijds. Nvidia heeft een sterke marktpositie en heeft met een exponentiële winst en omzetgroei de verwachtingen vaak ruimschoots overtroffen. De wereldwijde vraag naar AI, cloud computing en datacenters zijn structurele groeifactoren die in de jaren '90 nog niet aanwezig waren.

Hoewel de AI-rally tekenen van oververhitting vertoonde, net zoals tijdens de dotcom-hype, is de fundamentele basis vandaag de dag veel sterker. Omdat op de aandelenmarkt het geloof in het Amerikaanse exceptionisme is omgeslagen naar de vrees voor een negatieve impact van het drastische beleid van de Amerikaanse president, zijn de koersen van aandelen met een hoge waardering nogal volatiel. De technologische ontwikkeling zet echter in rap tempo door en zal naar mijn verwachting de aandelenkoersen van de AI-bedrijven opnieuw opstuwten. ■



Door
Wim Zwanenburg,
beleggingsstrateeg van
Stroeve Lemberger,
geschreven op
persoonlijke titel

Oude diepgewortelde woorden als basis voor een lange-termijntoekomst

Vandaag de dag is de pensioenwereld gefocust op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Slechts enkele pensioenfondsen hebben de sprong gewaagd, andere staan klaar om te volgen. Iedereen is druk bezig met wat nú nodig is. Maar wat is er nodig voor de dag van overmorgen? Wat als alle pensioenuitvoerders straks op elkaar gaan lijken en er nauwelijks nog verschillen zijn? Dan zijn er nieuwe verschillen nodig voor de toekomst, vertaald in diepgewortelde woorden.

Door Jop Versteegt

Vanwege de focus op vandaag is er weinig ruimte om na te denken over de dag van overmorgen. De uitdaging van vandaag is dan ook groot: pensioenuitvoerders in Nederland, zoals pensioenfondsen, PPI's en verzekeraars, staan onder flinke druk. De aandacht ligt op standaardisatie en vereenvoudiging, wat absoluut noodzakelijk is om tijdig klaar te staan. Maar hoe ziet de wereld er op de korte en lange termijn uit na de implementatie van de Wet toekomst pensioenen (Wtp)? Wat is dan de nieuwe marktdynamiek van pensioenuitvoerders? Sommigen zouden zeggen dat na de transitie het werk gedaan is, anderen dat na de transitiedatum het echte werk begint,

namelijk het in beheer nemen van de nieuwe pensioenwereld.

Laten we proberen om over de horizon van de implementatie van de Wtp heen te kijken. Op dat moment is veel gelijk geworden. Enerzijds omdat er ingevaren is en daarmee veel overgangsbepalingen ingelost zijn. Anderzijds is er onder druk van de pensioenadministrateurs veel gestandaardiseerd en wordt uitvoering gegeven aan datgene wat wettelijk nodig is. Capaciteit voor maatwerk is er niet. De pensioenregelingen zelf zijn beperkt tot twee smaken, de Solidaire Premiereregeling (SPR) en de Flexibele Premiereregeling (FPR). De pensioentoezeggingen van werkgevers verschillen weinig en lijken beperkt tot het premieniveau.

Toen sociale partners voor het eerst de keuze konden maken tussen de SPR en de FPR, werden de verschillen tussen beide regelingen maximaal vergroot. In de praktijk lijken die inmiddels beperkter geworden en de vraag is of de nu nog overgebleven verschillen op de lange termijn relevant zijn. Ook overgangsbepalingen, unieke kenmerken van de pensioenregeling in een sector of bij een onderneming, zijn straks nog maar beperkt aan de orde. Tevens is een van de belangrijkste uitdagingen bij consolidatie van pensioenfondsen opgelost, namelijk de dekkingsgraad. Natuurlijk kennen we risicodeling- of solidariteitsreserves, maar in principe hebben die geenszins een omvang die samenvoegen onmogelijk zou maken. Als het aanbod van pensioenuitvoerders gelijk is geworden, waar wil en ga je dan het verschil maken?

Van belang is dat er in onze nieuwe pensioenwereld een nieuwe dynamiek naar voren zal komen. Als de verschillen klein zijn, komt het nieuwe kassabonnetje steeds centraler te staan: een transparant inzicht. Het wordt glashelder wat de werkelijke rendementen zijn, welke reserves worden aangehouden, of reserves te hoog dan wel te laag waren. Ook is inzichtelijk welke kosten er worden ingehouden en hoe deze zich verhouden tot andere partijen. Geef jij daarover zelf niet proactief uitleg, dan zullen andere partijen dat zeker voor jou doen. Transparante inzichten op websites en in (media)publicaties hierover worden de standaard en over de inhoud worden betrokken partijen ter verantwoording geroepen.

‘Woorden als rentmeesterschap en coöperatie zijn woorden die een diepere laag raken in het werk, die verbinden.’

‘In de nieuwe en meer transparante wereld, waarin de verschillen nog maar klein zijn, is het de vraag welk uniek verschil je nog kunt en wilt maken.’

In de nieuwe en meer transparante wereld, waarin de verschillen nog maar klein zijn, is het opnieuw de vraag welk uniek verschil je nog kunt en wilt maken.

Lessons learned vanuit het bedrijfsleven

Treacy en Wiersma (1993) deden onderzoek naar de waardestrategieën van succesvolle ondernemingen. Zo maakten ze onderscheid naar strategieën als ‘customer intimacy’, ‘product leadership’ en ‘operational excellence’. Belangrijke lessen werden geleerd en geïmplementeerd, waarbij de onderneming die focus aanbracht op één van de drie, succesvoller werd dan de onderneming die dat niet deed. De succesvolle bedrijven van vandaag doen dit anders. Die zijn in staat om twee strategieën te combineren, zoals ‘customer intimacy’ en ‘operational excellence’. Als voorbeeld: Amazon verscheept al producten naar de locatie voordat ze feitelijk besteld zijn, omdat ze simpelweg de consument zó goed kennen dat ze weten dat er iets besteld gaat worden nog voordat de consument er zelf over nagedacht heeft.

In de pensioensector zijn ervaringen uit het bedrijfsleven soms nog moeilijk te omarmen. Een pensioenfonds is tenslotte geen bedrijf. Bij pensioenfondsen staat het belang van de deelnemer centraal en zie je tussen pensioenfondsen slechts beperkt verschillen. Denk aan fondsen die extra toegevoegde waarde leveren in de dienstverlening aan deelnemers, terwijl andere meer sturen op kosten. Maar je kunt je afvragen of dit een bewuste overtuiging is conform Treacy en Wiersma, of meer een logische keuze vanuit bijvoorbeeld sectorale behoefte.

De waardestrategieën zijn belangrijke lessen uit de wereld van gisteren, die nu nog steeds



CV

Jop Versteegt

Jop Versteegt is Directeur Pensioenbureau bij Centraal Beheer APF en is verantwoordelijk voor de bedrijfsvoering van het APF. Hij is tevens wetenschappelijk onderzoeker aan RSM Erasmus University en doet onderzoek naar de effectiviteit van ethische besluitvormingsmodellen. Naast deze activiteiten is hij voorzitter van Stichting Kinderhulp Belarus en Child Care Ukraine. Sinds 2001 is hij werkzaam in de pensioensector, gestart bij Akkermans & Partners en tussen 2003 en 2022 in diverse rollen werkzaam geweest bij Achmea.

toegepast kunnen worden. Maar het is zinvoller om te kijken naar de dag van overmorgen, die meer aandacht vraagt voor diepere waarden, dan een keuze te maken tussen waardestrategieën. De consument van overmorgen gaat mijns inziens steeds meer kijken naar de ethiek van een bedrijf, naar de normen en waarden, en hoe de partij daar invulling aan geeft. Ook nu zie je duidelijke voorbeelden van bedrijven die gestraft worden als ze normen en waarden overtreden. Dan kan het snel bergafwaarts gaan. Partijen die werken vanuit onderliggende diepere waarden en daarin koersvast zijn, kunnen werkelijk het verschil maken voor de lange termijn. Als de verschillen tussen pensioenuitvoerders straks nog maar klein lijken te zijn, worden de verschillen in diepere waarden relevanter.

Rentmeesterschap en coöperatie

Voor mij resoneren twee diepgewortelde oude woorden: ‘rentmeesterschap’ en ‘coöperatie’. Woorden die per stuk veel zeggen over normen en waarden, maar juist in combinatie extra krachtig zijn in mijn dagelijks werk. Juist in de pensioensector werken we elke dag samen om het ons toevertrouwde vermogen zo goed mogelijk te beheren. Dat vraagt om rentmeesterschap.

In het FD van zaterdag 25 januari 2025 stond een mooi schrijven van rentmeester Arno Willems onder de titel 'De moderne boodschap van een eeuwenoud vak'. Rentmeesterschap kan volgens ChatGPT vertaald worden naar 'duurzaam beheren'. Duurzaamheid is daarin belangrijk. Je doet het niet voor de korte termijn, maar je voegt middels meesterschap rente toe aan de waarde die je is toevertrouwd. Je focus is gericht op de lange termijn, met tegelijkertijd oog voor de dagelijkse praktijk. Het rendement dat je maakt, is een middel om de maatschappelijke missie van het fonds te bereiken, in plaats van een doel op zich.

Als je aan rentmeesterschap de coöperatie toevoegt, krijg je een bezieling die als combinatie nog beter past in de pensioenwereld. Coöperatief handelen doe je niet uit puur eigenbelang, maar vanuit een welbegrepen eigenbelang, met daarbij dus ook aandacht voor de ander. Het aloude verhaal van Achlum, waar het fundament van Achmea in 1811 is gelegd, laat zich hier eenvoudig als voorbeeld gelden. Een aantal boeren beseftte dat het regelen van een gezamenlijke brandverzekering waarde had en onderkende daarmee de kracht dat je door samenwerking sterker staat.

Voor mij zijn de woorden 'rentmeesterschap' en 'coöperatie' relevant en voegen ze waarde toe in het werk. Ze zijn voor mij de toetssteen in de keuzes die in het werk te maken zijn. Denk aan keuzes over het hanteren van de aloude gouden kettingen en vertrekpremies, die de vrijheid van handelen beperken, zowel bij toetreding als bij uittreding. Wat zouden de boeren in Achlum daar destijds met elkaar over gedacht hebben? Zouden die elkaar onnodig hebben vastgehouden

'De partijen die werken vanuit onderliggende diepere waarden en daarin koersvast zijn, kunnen werkelijk het verschil maken voor de lange termijn.'



vanuit een welbegrepen eigenbelang, of elkaar alleen vasthouden als dat werkelijk nodig is, omdat ze samen sterker staan?

Woorden als rentmeesterschap en coöperatie zijn niet eenvoudig. Het zijn woorden die een diepere laag raken in het werk, die verbinden. Woorden die ook daadkracht tonen, omdat ze voortkomen uit het besef dat het werk niet draait om een winst- en verliesrekening of korte termijn aandeelhouderswaarde, maar om vertrouwen dat je elke dag moet willen verdienen.

Welke woorden passen bij jou?

De vraag is welke woorden invulling geven aan jouw normen en waarden en welke passen bij de pensioenuitvoerder? En als je geen woorden kunt vaststellen, wat zegt dat jou dan? Waar wil en kun je dan het verschil maken?

De klus vandaag is groot en vraagt focus, maar overmorgen is dichtbij

Mijn oproep is om naast alle focus op vandaag, ook te kijken naar de dag van overmorgen. Stel met elkaar vast of je woorden die invulling geven aan jullie waarden en normen centraal kunt en wilt stellen in je langetermijnstrategie. En als je individueel tot het besef komt dat die woorden er niet zijn, wat zegt dat dan? Moet je misschien nu al andere keuzes maken, gegeven het langetermijneffect? Bij alle keuzes die we maken in ons werk, staat uiteindelijk het belang van één partij centraal: de deelnemer. Het gaat om het samen duurzaam beheren van het voor de lange termijn toevertrouwde vermogen. ■

Jop Versteegt schreef dit artikel op persoonlijke titel.

IN HET KORT

De pensioenwereld richt zich op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel, maar er is nog weinig aandacht voor de toekomst na de implementatie.

Standaardisatie en vereenvoudiging domineren, waardoor pensioenuitvoerders steeds meer op elkaar gaan lijken.

Transparantie wordt cruciaal: inzicht in rendementen, reserves en kosten zal de nieuwe norm worden.

Succesvolle organisaties combineren strategieën zoals 'customer intimacy' en 'operational excellence'.

Diepere waarden zoals rentmeesterschap en coöperatie kunnen pensioenuitvoerders onderscheiden op de lange termijn.

To DEI or not to DEI, dat is niet de vraag

Er is een storm opgestoken rond de implementatie van diversiteit, kansengelijkheid en inclusie ('Diversity, Equity, and Inclusion' of 'DEI') in bedrijven, aangewakkerd door het aantreden van de nieuwe Amerikaanse regering. De vraag die bedrijven echter vooral bezig zou moeten houden, is hoe zij de beste mensen kunnen aantrekken en het beste uit hun medewerkers kunnen halen. Deze vraag stijgt uit boven ideologische punten in het ontstane debat.



Door **Anne-Marie Munnik**, Directeur CFA Society Netherlands, en **Alwin Oerlemans**, Head of Product Management bij APG Asset Management en voorzitter van de Advocacy Committee van CFA Society Netherlands.

Diversiteit, kansengelijkheid en inclusie in de beleggingssector: we schreven er hier al eerder over. Eerst over het waarom, daarna – in de column 'DEI it yourself' – over concrete handvatten. Nu is er tegenwind uit de Verenigde Staten, getriggerd door aanpassingen in wetgeving. Diversiteitsinitiatieven worden daar steeds vaker ter discussie gesteld. In sommige staten is wetgeving aangenomen die diversiteitsprogramma's bij bedrijven en universiteiten beperkt.

Grote bedrijven zoals Disney en Starbucks zijn aangeklaagd vanwege hun diversiteitsbeleid, terwijl investeerders en aandeelhouders van onder andere Apple juist tegen het afbouwen van DEI-programma's hebben gestemd. Het bedrijf zelf verwees hierbij naar haar sterke naleving van de regelgeving en wees dergelijke invloed op de dagelijkse bedrijfsvoering en het personeelsbeleid af. Tegelijkertijd zien we dat sommige bedrijven in de VS hun aanpak aanpassen door DEI minder expliciet te benoemen en meer te verweven in bredere talent- en strategische initiatieven. Zo gaf JPMorgan Chase aan 'DEI' aan te passen naar 'DOI': Diversity, Opportunity and Inclusion.

Europese bedrijven proberen zich te bewegen tussen de uiteenlopende wet- en regelgeving in de VS en de EU. In de financiële sector hebben BNP Paribas, Barclays, UBS en Deutsche Bank aangegeven hun DEI-programma's onverminderd voort te zetten, met diversiteit en inclusie als kernonderdelen van hun bedrijfsstrategie.

Diversiteit en inclusiviteit komen dus niet zonder weerstand. In het debat wordt DEI vaak neergezet als een ideologische keuze, iets dat je steunt of afwijst. Dat is weinig productief en maakt de kern niet minder relevant. Inclusie is geen extraatje, maar een randvoorwaarde voor goed functionerende teams en goede besluitvorming. Het meten van diversiteit draagt hieraan bij, omdat zonder het meten en de rapportage hierover voortgang uitblijft: What gets measured, gets done.

In onze sector draait alles om goed onderbouwde besluitvorming, het afwegen van kansen en risico's, en het streven naar optimale rendementen op basis van de uitgangspunten van de klant. Juist daarbij zijn diverse teams en inclusieve besluitvormingsprocessen essentieel. Onderzoek na onderzoek laat zien dat teams met verschillende achtergronden en perspectieven betere beleggingsbeslissingen nemen, risico's scherper inschatten en innovatiever zijn. Het is geen individuele oefening, maar een gezamenlijke inspanning om een sterkere en toekomstbestendige beleggingswereld te bouwen. Het vraagt om bewuste keuzes, om dialoog en om een open blik. Het is geen doel, maar een middel. Een manier om de beleggingssector sterker, eerlijker en veerkrachtiger te maken. De vraag is dus niet 'to DEI or not to DEI', maar hoe we samen – met alle verschillen in afkomst, achtergrond, kennis, competenties en denkbeelden – tot de beste resultaten komen. ■

Aandachtspunten tijdens de transitie: rentehedge en marktliquiditeit

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Aan het eind van het seminar van Financial Investigator over ‘Beleggen onder de Wtp tijdens en na de transitie’ vond onder leiding van Jacob Schoenmaker van Pensioenfonds PostNL de paneldiscussie over ‘Beleggen tijdens de transitie’ plaats. Professioneel pensioenfondsbestuurder Rik Albrecht, Sander Gerritsen van Montae & Partners, Marit Kosmeijer van Sprenkels en Hendrik Tuch van a.s.r. vermogensbeheer namen deel aan het debat.

Gaan pensioenfondsen hedgen in aanloop naar de transitie?

Rik Albrecht: ‘Dat ligt er een beetje aan. Van de pensioenfondsen waar ik bestuurder of voorzitter van de beleggingscommissie ben, heeft één de rentedekking al verhoogd, een ander fonds wil dat gaan doen, en één heeft het wel overwogen, maar uiteindelijk besloten het niet te doen.’

Marit Kosmeijer: ‘Bij de pensioenfondsen waar ik bij betrokken ben, wordt het in ieder geval serieus overwogen. Sommige hebben het al geïmplementeerd, inclusief putopties, en andere gaan mogelijk wat meer doen dan alleen de rente-afdekking verhogen.’

Hendrik Tuch: ‘Ik vind het verstandig om de dekkingsgraad meer te stabiliseren.’

Sander Gerritsen: ‘Als je nu wat meer bescherming gaat zoeken, betekent dat ook iets voor de omzetting op de transitiedatum en daarna. Daar moet je eerst goed naar kijken. Een en ander is ook afhankelijk van de dekkingsgraad. De meeste aandacht zal uitgaan naar fondsen met een dekkingsgraad van tussen de 120% en 125%. Fondsen met hogere dekkingsgraden kunnen wat meer lijden en fondsen met een lagere dekkingsgraad hebben niet zoveel speelruimte.’

Kosmeijer: ‘De invaardatum is een ‘once in a lifetime’ moment, ook voor het vertrou-

wen in het pensioenfonds. Als je niet genoeg afdekt, kunnen op het invaarmoment de reservepotten bijvoorbeeld niet adequaat gevuld worden. Dat is niet iets wat je op de lange termijn nog wel goed kan maken.’

Gerritsen: ‘Een paar jaar geleden speelden deze discussies al. Toen was het vooral analyses maken en overwegen en werd er niet tot implementatie overgegaan. Nu zie je daadwerkelijk dat er aandelenoptiestrategieën geïmplementeerd worden. Ik heb zelfs het afsluiten van at-the-money opties al voorbij zien komen.’

Tuch: ‘Als je ziet dat je na invaren op een hoger percentage aandelen uitkomt, is het toch wel vreemd als je nu een stukje gaat afdekken. Dan is het echt een eenmalig iets voor de nachtrust van de bestuurders en niet veel anders.’

Albrecht: ‘Ik zou niet beginnen aan putopties op aandelen, dat is onnodig. Als je aan de voordeur een financieel product met een ingebouwde optie verkoopt, moet je dat aan de achterdeur ook inkopen. Anders loop je een enorm risico. Wij geven als pensioenfonds geen garanties, dus hoeft je geen opties in te kopen. Als een pensioenfonds aandelenrisico wil reduceren, kun je beter de aandelen verkopen. Met opties betaal je eigenlijk alleen maar voor allerlei frictiekosten.’

Houden jullie bij de transitie rekening met marktluiditeit?

Albrecht: ‘Er is veel te doen over marktluiditeit, vooral over die van swaps voor rentederivaten. De rentehedge gaat nu omhoog voor veel pensioenfondsen. Na de Wtp-transitie gaat die weer naar beneden. Liquiditeit is natuurlijk een aandachtspunt, maar ik denk dat het wel groter wordt gemaakt dan het hoeft te zijn. We gaan immers niet allemaal op dezelfde datum over, we gaan gespreid over de tijd. Je kunt een goed plan maken om de afbouw van de rentehedge op beheerste wijze te doen. Grotere pensioenfondsen zullen daar, zo is mijn inschatting, meer aandacht aan moeten besteden dan kleine pensioenfondsen, die er een beetje tussendoor kunnen laveren.’

Kosmeijer: ‘Als iedereen op hetzelfde moment door hetzelfde poortje wil, heb je een groot probleem. Ik verwacht en hoop dat >



VOORZITTER

Jacob Schoenmaker

Hoofd Beleggingen bij Pensioenfonds PostNL, Docent Nyenrode Business Universiteit en Beurscommentator bij RTL Z



Rik Albrecht

Professioneel pensioenfondsbestuurder



Sander Gerritsen

Head of Risk & Investment Consultancy, Montae & Partners



Marit Kosmeijer

Senior Investment and Actuarial Consultant, Sprenkels



Hendrik Tuch

Hoofd Accountmanagement, a.s.r. vermogensbeheer

‘De invaardatum is een ‘once in a lifetime’ moment, ook voor het vertrouwen in het pensioenfonds.’

er in de aanloop naar de transitiedatums van 1 januari 2026 en 1 januari 2027 toch meer zal worden voorgesorteerd en er meer marktliquiditeit ontstaat.’

Tuch: ‘Toen ik nog portefeuillemanager was bij een verzekeraar, mocht ik tussen Sinterklaas en Driekoningen niet meer handelen zonder een handtekening van de baas, omdat de marktliquiditeit was opgedroogd. Zo erg als toen is het nu niet meer, denk ik, maar er is wel sprake van een potentieel probleem. Ik ben blij dat er vandaag eerder tijdens dit seminar is gezegd door DNB: let hier op en maak een plan. Het is verstandig om voor de transitiedatum goed naar je liquiditeit te kijken en vast te stellen of je voldoende buffer hebt voor inderdaad een renteschok. Die zal misschien niet zo groot zijn als wat we in Engeland zagen in 2022, maar zorg dat je in ieder geval deels bent voorbereid.’

Hoe ga je een 100% rente-afdekking weer afbouwen? En mag dat na de transitie?

Gerritsen: ‘Daar is veel discussie over en ik hoop dat er wat ruimte komt, met name aan de beleidskant. Dus dat je op de een of andere manier die mismatch tussen de feitelijke beleggingsportefeuille en het beoogde beleggingsbeleid onder controle kan houden. Dat geeft ruimte voor pensioenfonds om te manoeuvreren. Anders weten we eigenlijk niet zo goed wat er gaat gebeuren. Dat is een open eind. De impact op de marktkant kennen we niet zo goed, maar aan de beleidskant zouden we wel iets moeten kunnen doen om het probleem te verzachten.’

Hoe ga je als bestuurder om met open eindjes?

Albrecht: ‘Bij een van mijn pensioenfonds zijn we bezig de rentematch te verhogen. Dan is de vraag welke looptijd je doet. Er is besloten de veertig- en vijftigjarige swaps maar niet te doen, want die hebben we onder de Wtp niet meer nodig. We concentreren ons liever op swaps van dertig jaar en korter. Die zijn naar onze verwachting iets meer liquide. Dat betekent wel dat we meer curverisico lopen.’

Kosmeijer: ‘Hoe je met 100% rente-afdekking op het invaarmoment omgaat, hangt er vanaf. Als je al je lange looptijden nog hebt en de rente gaat wellicht stijgen door de liquiditeitssituatie, heb je mogelijk een mismatch-probleem. Je kunt ook een 100% rente-afdekking realiseren en dan focussen op de korte termijn. Wat wenselijk is voor jouw fonds, kun je met scenario's bekijken door een kosten-batenanalyse uit te voeren. Pas achteraf kun je echt vaststellen wat het beste was om te doen.’

Gerritsen: ‘Het gaat om grote risico's en je moet vroeg beginnen die in kaart te brengen. Ik merk dat veel pensioenfonds vooral bezig zijn met de periode tot de transitiedatum, maar nog geen analyses voor daarna hebben gemaakt. Daar moet echter wel vroegtijdig goed over nagedacht worden. Het is iets voor fonds om mee aan de slag te gaan.’

Nogmaals, gaat liquiditeit een probleem vormen?

Kosmeijer: ‘Ik hoop het niet. Door de diversiteit aan manieren waarop verschillende fondsen ermee omgaan, wordt het probleem wellicht kleiner. Ik denk dat het hoe dan ook een groot probleem wordt als iedereen op 1 januari 2027 met die verhoogde rente-afdekking meteen in de eerste week gaat nasorteren. Door het soort discussies dat wij nu in de sector voeren en met DNB die aangeeft dat hier serieus naar gekeken moet worden, kan het probleem minder groot worden dan we wellicht vrezen.’

Tuch: ‘Ik ben niet echt hoopvol. Je moet bijna gaan denken aan echt onorthodoxe maatregelen. Dus bijvoorbeeld: DNB heeft belang bij een stabiele rentemarkt. Ook de ECB zegt dat het monetaire transmissiemechanisme niet verstoord mag raken door wat dan ook. Je zou weleens kunnen stellen

‘Liquiditeit is natuurlijk een aandachtspunt, maar ik denk dat het wel groter wordt gemaakt dan het hoeft te zijn.’

dat deze onthedging zo'n schok veroorzaakt, dat je inderdaad een soort trigger krijgt in de Europese obligatiemarkt waar plotseling enge dingen gaan gebeuren, wat je ook zag in het Verenigd Koninkrijk in 2022. Een onorthodoxe maatregel zou kunnen zijn dat pensioenfondsen met DNB afspreken dat zij hun excessieve swaps kunnen inleveren bij DNB, die er niets mee doet. Dat klinkt misschien raar, maar vanuit het monetaire transmissiemechanisme zou het best een idee kunnen zijn. Want stel nou dat we inderdaad een renteschok krijgen, dan krijgen we dus ook renteschokken in de hypotheekmarkt, waar niemand op zit te wachten. En het kan misschien ook een schok veroorzaken in de periferie. Toen Duitsland aankondigde dat er misschien ooit eens extra geïnvesteerd zou worden, had dat een duidelijk effect op de rentemarkten.'

Albrecht: 'Als iedereen op hetzelfde moment door één deur moet, heb je natuurlijk een probleem. Maar dat probleem krijgen we helemaal niet, want we zien dat al jaren van tevoren aankomen. Als participanten kunnen we ons daarop voorbereiden door een plan te maken. Maar onze tegenpartijen zien dat ook. De hele markt ziet dit aankomen en kan zich daarop voorbereiden. Het is dus geen schok. Het is pas een schok als iets plotseling komt, onverwacht.'

Gerritsen: 'De volumes zijn groot en de mogelijkheden om te spreiden zijn voor pensioenfondsen die op 1 januari 2026 en op 1 januari 2027 overgaan niet enorm groot. De manoeuvreerruimte is beperkt, dus moet je je in ieder geval goed voorbereiden. Je zou kunnen zeggen: je moet zo snel mogelijk overgaan en daarmee de rest van

'Het is verstandig om voor de transitiedatum goed naar je liquiditeit te kijken en vast te stellen of je voldoende buffer hebt voor inderdaad een renteschok.'

'Ik merk dat veel pensioenfondsen vooral bezig zijn met de periode tot de transitiedatum, maar nog geen analyses voor daarna hebben gemaakt.'

de pensioenfondsen vóór zijn. Maar het is ook een risico als iedereen het besef krijgt eerder te moeten zijn dan de ander. Wat er dan gaat gebeuren, is moeilijk te voorspellen, dus ik zou, als gezegd, het liefst een gedegen inschatting van de risico's willen hebben en zo goed mogelijk voorbereid zijn.'

Als iedereen het erover heeft dat de rente erg verstoord is omdat er iets gek is op de markt gebeurt, wordt er dan over nagedacht wat voor strategieën we dan kunnen toepassen?

Kosmeijer: 'Als je gewoon voor de standaardmethode gaat, dan heb je te doen met je voorziening plus de reserve die je kunt verdelen. Als je inderdaad al van tevoren verwacht dat de rente op 31 december verstoord is, ga je met diezelfde verstoorde rente ook je pensioenuitkering weer inkopen. Ik denk, met enige voorzichtigheid, dat het effect voor de deelnemer minder groot is dan voor ons als actuarissen en beleggingsprofessionals.'

Er is gesproken over swaps waarmee je op het moment van invaren zou zitten en waar je pijn van kunt hebben. Is er wellicht een alternatieve oplossing waarbij je geen swaps meer aanschaft, maar met swaptions afdekt?

Kosmeijer: 'Swaptions zijn wel erg complex. Putopties zijn vaak best wel spannend, maar swaptions zijn nog spannender. Dus daar zie ik alleen al vanwege de complexiteit de voorkeur niet naar uitgaan.'

Tuch: 'De uitleg van dit soort instrumenten vergt wel tijd. Als strategie zou je kunnen zeggen: doe het zo kort mogelijk voor het moment van invaren om de prijs van de swaptions zo laag mogelijk te houden. Je ruilt een stukje lineaire rentehedge voor swaptions, dat is eigenlijk wel een beter beeld. De bedoeling is dat de bescherming wegvalt op het moment van invaren.' ■

IN HET KORT

Pensioenfondsen overwegen rente-afdekking voor de transitie. Sommige hebben dit al geïmplementeerd, andere onderzoeken het.

De liquiditeit van de markt is een aandachtspunt. Grote fondsen moeten hier meer op letten dan kleine.

De rentetransitie kan gepaard gaan met risico's, maar een goede planning kan helpen om schokken te vermijden.

Alternatieve financiële instrumenten voor het afdekken van de rente, zoals swaptions, worden als complex beschouwd.

Er is bezorgdheid over de effecten van gelijktijdige transities op de marktliquiditeit.

Nieuwe stelsel biedt ruimte voor optimalisatie

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Tijdens het pensioenseminar 'Beleggen onder de Wtp tijdens en na de transitie' vond onder leiding van dagvoorzitter Jacob Schoenmaker de panel-discussie 'Risico in de beleggingsportefeuille onder de Wtp, hoe bouw je dat op?' plaats, met Jeroen van Bezooijen van PIMCO, Marleen Koetsier van APG, en Paul de Geus en Henk Radder die beiden betrokken zijn bij meerdere pensioenfondsen.

Gaan jullie onder de Wtp meer beleggingsrisico nemen?

Paul de Geus: 'Bij een van de twee pensioenfondsen waar ik bestuurder ben, gaan we meer risico nemen. Het gaat om een jong fonds en de Wtp geeft ons, in tegenstelling tot het FTK, de gelegenheid om meer risico te nemen. Het andere fonds is wat rijper en heeft nu al een goede dekkingsgraad en een relatief hoog risicoprofiel, dus daar verandert op risicogebied niets.'

Henk Radder: 'Bij de pensioenfondsen waar ik bij betrokken ben – zowel fondsen met een solidaire als met een flexibele regeling – laten analyses zien dat met name de solidariteitsreserve in de SPR en de risicodelingsreserve in de FPR ertoe kunnen bijdragen dat er iets meer risico kan worden genomen zonder dat de stabiliteit van de pensioenuitkeringen daar nadeel van ondervindt. Dat is misschien wel de belangrijkste winst van het nieuwe stelsel.'

Marleen Koetsier: 'Het personeelspensioenfonds van APG is al in januari overgegaan. Uiteindelijk is dat best soepel verlopen. Wij hebben het risicoprofiel iets opgehoogd, wat een direct gevolg was van het risicopreferentie-onderzoek onder de deelnemers. Door het vervallen van het vereist eigen vermogen, het VEV, is ook meer ruimte ontstaan.'

Jeroen van Bezooijen: 'Nu het keurslijf van het FTK verdwijnt, zie je dat er meer in zakelijke waarden zal worden belegd. Ik heb nog geen klanten gezien die minder risico gaan nemen.'

We hebben geconstateerd dat de meeste pensioenfondsen in het verlengde van de uitkomsten van DNB meer risico gaan nemen. Zal hierdoor de invulling en de samenstelling van de zakelijke waarden in de portefeuille anders worden?

Radder: 'Het is goed mogelijk dat de doelstellingen van de rendementsportefeuille iets gewijzigd worden. Als je koopkracht meer centraal gaat stellen dan nominale zekerheid, zou dat kunnen leiden tot een enigszins andere samenstelling van de portefeuille. Ik denk dat het goed is om weer opnieuw stil te staan bij je investment beliefs, bij je doelstellingen voor je returnportefeuille, en vervolgens te kijken of je portefeuille nog passend is. Je hoeft niet te veranderen om het veranderen. Maar als er een goede reden is om dat wel te doen, kan ik me voorstellen dat je wijzigingen aanbrengt, die overigens niet heel schokkend zullen zijn, zo verwacht ik.'

Koetsier: 'Er ontstaan meer mogelijkheden om wat economischer naar de optimalisatie van de returnportefeuille te kijken. Zo zijn wij onder andere iets meer in alternative credit gaan doen en in EMD. Bij ons is het vooral een verschuiving geweest van een stukje aandelenrisico naar een stukje hoog renterisico, wat met alternative credit illiquide wordt ingevuld.'

Van Bezooijen: 'Wij hebben de afgelopen tijd duidelijk meer interesse gezien voor high yield. Dit is voornamelijk gedreven door risico-rendementsoverwegingen. High yield heeft een betere Sharpe Ratio voor vergelijkbaar risico dan bijvoorbeeld een combinatie van aandelen en staatsobligaties. Ruimte voor high yield wordt gedeeltelijk vanuit de bestaande vastrentende portefeuille en gedeeltelijk vanuit de aandelenportefeuille vrijgemaakt.'

Hoe zal de mate van diversificatie per leeftijdscohort veranderen?

Radder: 'Wat dit aangaat, is er een groot verschil tussen de solidaire en de flexibele regeling. Onder de solidaire regeling is het overrendement voor iedereen gelijk en dat ga je dan per cohort in verschillende percentages toekennen. Het mooie van de flexibele regeling is juist dat je per leeftijdscohort de lifecycle kunt optimaliseren. Jongeren hebben nog zo'n lange horizon, dat je je eigenlijk >



VOORZITTER

Jacob Schoenmaker

Hoofd Beleggingen bij Pensioenfonds PostNL, Docent Nyenrode Business Universiteit en Beurscommentator bij RTL Z



Jeroen van Bezooijen

Executive Vice President, Head of EMEA Investment Solutions, PIMCO



Paul de Geus

Professioneel Bestuurder, diverse pensioenfondsen, Voorzitter RvT, Pensioenfonds Slagters



Marleen Koetsier

Head of Economics and Strategic Asset Allocation, APG Asset Management



Henk Radder

Onafhankelijk Investment Consultant, Bestuurslid, Toezichthouder, Risicomanager, diverse pensioenfondsen

voornamelijk op een hoog rendement kunt richten, terwijl je, naarmate je later in de lifecycle komt, extra diversificatie gaat toevoegen. Naarmate de pensioenleeftijd nadert, is het rendement nog steeds belangrijk, maar dan is ook de stabiliteit van het rendement van groot belang. Je kunt beginnen met aandelen en langzamerhand extra diversificatie toevoegen. Uit onderzoek is daarnaast gebleken dat jongeren veel animo hebben voor impactbeleggen. Dus hebben we ervoor gezorgd dat er in de lifecycle ook expliciet een impactallocatie zit voor jongeren. In theorie is het mogelijk om binnen de flexibele regeling ook nog een extra donkergroene of grijze lifecycle aan te bieden.’

Wordt de leenrestrictie voor jongeren losgelaten?

De Geus: ‘Bij geen van de drie fondsen waar ik bij zit wordt de leenrestrictie opgeheven. Dat is direct te relateren aan de uitkomst van het risicopreferentie-onderzoek waar je vanuit de impliciete lifecycle de risicohouding bepaalt. En dan is het niet passend en wordt het risico gewoon te hoog.’

Koetsier: ‘De directe consequentie van het risicopreferentie-onderzoek is dat het voor jongere cohorten niet passend was om de leenrestrictie op te heffen.’

Radder: ‘Binnen de FPR mag de leenrestrictie sowieso niet worden losgelaten. Het SPR-fonds waar ik bij betrokken ben, heeft berekeningen met betrekking tot de leenrestrictie gemaakt. Omdat jongeren nog relatief weinig vermogen hebben, maakt het qua resultaten eigenlijk helemaal niet zoveel uit of de leenrestrictie wel of niet wordt losgelaten. Wat wij ook zwaar hebben meegewogen, is dat de uitlegbaarheid van verschillende zaken onder het nieuwe stelsel heel belangrijk wordt. Duidelijke communicatie is essentieel. Als je ziet wat voor enorme discussies er in de Tweede Kamer zijn losgebarsten over het loslaten van de leenrestrictie, dan ga je natuurlijk net zoiets met je deelnemers krijgen. Voor ons aanleiding om te denken: als we het op een andere manier kunnen oplossen en onze doelstellingen kunnen halen, is dat ook prima.’

Kies je er dan niet voor om het jezelf makkelijker te maken?

Radder: ‘Deels wel. Maar er zijn meerdere wegen die naar Rome leiden en het loslaten van de leenrestrictie is echt niet de heilige

graal. Als je de leenrestrictie loslaat, word je er feitelijk afhankelijker van en dus van de correlaties die daaronder liggen. De historie heeft bewezen dat diversificatie goed werkt, behalve als je het echt nodig hebt. Er zitten dus voor- en nadelen aan. Ik ben niet apert tegen het loslaten van de leenrestrictie, maar ik begrijp ook wel de redenen van fondsen om het niet te doen. Communicatie vind ik daarbij echt belangrijk.’

Vraag uit de zaal: ‘Wat denken jullie dat er gaat gebeuren met betrekking tot de afdekking van het valutarisico en verschilt dat per cohort of door de lifecycle heen?’

Koetsier: ‘Wij maken een onderscheid tussen de matchingportefeuille en de returnportefeuille. In de matchingportefeuille blijft het valutarisico volledig afgedekt. In de returnportefeuille is het op onderdelen al eerder iets teruggeschroefd. Omdat EMD en alternative credits sinds de transitie deel uitmaken van de returnportefeuille, is het totale netto valutarisico per saldo iets hoger. Maar de verschillen zijn niet heel groot.’

De Geus: ‘Ik denk dat het terugschroeven van het valutarisico wel past bij de optimalisatie van de returnportefeuille, waarbij je opnieuw naar de weging gaat kijken. Het verlagen van een 100% valuta-afdekking geeft over het algemeen ook een verbetering.’

Kunnen er, wat betreft de pensioentransitie, lessen worden getrokken uit het verleden?

Van Bezooijen: ‘Wij hebben gekeken of zich ergens in de wereld op pensioengebied ontwikkelingen hebben voorgedaan die te vergelijken zijn met de Nederlandse pensioentransitie. Uiteindelijk zijn we tot de conclusie gekomen dat het echt een unieke situatie is om een heel DB-systeem over te laten gaan naar een DC-systeem. Het is wel zo dat Denemarken zo’n twintig jaar geleden een systeem met rendementsgaranties had, zoals eigenlijk de oude lijfrentes in Nederland. Na de financiële crisis zijn de rendementsgaranties weggefallen en is er feitelijk een collectief DC-systeem gekomen. Op beleggingsgebied is in de vastrentende portefeuilles de allocatie naar overheidsobligaties bijvoorbeeld sterk verminderd. Maar vooral aan de illiquide kant is veel veranderd. De grote Deense pensioenfondsen zitten allemaal voor tussen de 15% en 50% in illiquide beleggingen, dus in infra-

structuur, onroerend goed, private equity, private debt. Als je ervan uitgaat dat de overwegingen in Denemarken wel door-dacht waren, zou je kunnen verwachten dat zich in Nederland ook vergelijkbare ontwik-kelingen gaan voordoen.'

Hoe zal, met het oog op koopkrachtbehoud, in het nieuwe stelsel worden omgegaan met inflatierisico?

Koetsier: 'Koopkrachtbehoud is zeker de ambitie. In de beoordeling van de beoogde pensioenresultaten speelt dat een essentiële rol. Nu neemt een pensioenfonds elk jaar een besluit over indexatie. Dan weten men-sen of ze al dan niet voor de echte inflatie worden gecompenseerd. Straks, in het nieuwe stelsel, krijgen ze gewoon een ander pensioen. Daar moet dus heel goed over worden gecommuniceerd. Als er meer risico wordt genomen, gaat het pensioen meer meebewegen met de economie en kan het volatieler worden. Je kunt dus geen koop-krachtgarantie afgeven.'

Radder: 'Als je niet genoeg risico neemt in de uitkeringsfase, ga je je koopkracht, of de inflatie op lange termijn, niet bijhouden. Dat is heel belangrijk, en daarom is het ook goed dat het nieuwe stelsel de nodige buf-fers heeft die de stabiliteit van de pensioen-uitkering ten goede komen en je in staat stellen om in de uitkeringsfase ook in vol-doende mate in zakelijke waarden te blijven beleggen.'

De Geus: 'Wij hebben daar in alle somme-tjes nadrukkelijk naar gekeken: hoe krijg je dat het best voor elkaar? Dat is niet alleen door voldoende beleggingsrisico in de uitkeringsfase te nemen, want daar moet het toch vooral vandaan komen. Maar ook door de renteafdekking in de uitkeringsfase niet op honderd zetten, maar op bijvoorbeeld negentig of zelfs tachtig. Dat helpt ook daarbij.'

Er is gesproken over het aanpassen van de asset allocatie. Daarbij werden allerlei illiquide beleggings-categorieën genoemd. Hebben jullie meegewogen of die beleggingscategorieën en de rendementen daarvan begrijpelijk zijn voor de deelnemers?

Radder: 'Onder het nieuwe stelsel wordt het inderdaad belangrijker dat mensen meer inzicht hebben in waarin ze beleggen dan

nu het geval is. Dat geldt onder meer voor de kosten, de complexiteit van de beleg-gingscategorieën, de uitlegbaarheid, en de ESG-aspecten van alternatieve beleggingen. Dat zijn allemaal elementen die je moet wegen als je gaat besluiten om meer of minder in illiquide beleggingen te gaan. Er is niet één antwoord mogelijk, het gaat om een afweging van verschillende aspecten die voor elk fonds anders zal zijn.'

Kunnen deelnemers van pensioen-fondsen die al over zijn gegaan naar het nieuwe stelsel hun eigen pensioenpotje nu al inzien en doen ze dat vaker?

Koetsier: 'Wij kunnen als deelnemers van ons personeelspensioenfonds, dat al in januari is overgegaan, iedere maand op de website van het fonds zien wat het totale vermogen is van ons pensioenpotje en hoe dat is veranderd. In februari hebben we voor het eerst inzicht gekregen in wat de transitie teweeg heeft gebracht. Het verschil met de verwachting vóór de transitie bleek niet groot te zijn, dus hebben we daar ook niet veel vragen over gekregen. We verwachten overigens in de toekomst wel meer vragen, bijvoorbeeld over de rendementen van de verschillende cohorten. Communicatie speelt een belangrijke rol bij de transitie.'

Radder: 'Wij hebben nu al een DC-regeling met een collectief variabel pensioen, dus mensen hebben in ieder geval voor een gedeelte van hun pensioenregeling nu al een potje waarvan ze kunnen zien hoe het belegd is. Daarover krijgen we soms vragen, maar niet heel veel. Er wordt ook wel naar het potje gekeken, maar eveneens niet heel veel. We rapporteren over de omvang van het potje en hoe dat op en neer gaat, maar ook wat daar-van het effect is op de pensioenuitkering.'

Welke tips hebben de pensioen-fondsen die al over zijn gegaan voor de fondsen die dat nog moeten doen?

Koetsier: 'Er zijn kennelijk veel fondsen die meer risico willen gaan nemen. Echter, op het moment dat een fonds in het nieuwe stelsel zit, ligt alles bij wijze van spreken vast en kunnen de toedeelregels niet gemakkelijk meer veranderd worden. Ik zou vooral heel goed kijken naar communicatie. Hoe wil je met je deelnemers gaan communiceren over resultaten die ze kunnen verwachten. Ik denk dus dat het aspect communicatie in het nieuwe stelsel veel belangrijker zal worden dan in het huidige stelsel.' ■

IN HET KORT

Pensioenfondsen nemen meer risico dankzij het ver-vallen van beperkingen.

Portefeuilles worden aan-gepast, met meer aandacht voor alternative credit, high yield en EMD.

Diversificatie verschilt per leeftijdscohort. Jongeren krijgen meer impactbeleg-gingen.

De leenrestrictie blijft veelal gehandhaafd.

De communicatie met de deelnemers wordt cruciaal.

Het inzicht in de pensioen-potjes neemt toe, maar het gebruik blijft beperkt.

Trump en de Teslamieten: EU, wat nu?

Het beleid van Donald Trump heeft in recordtijd een aardverschuiving in de geopolitieke verhoudingen veroorzaakt. De EU voert daar een reactief beleid op. Waarom is er in de VS zoveel steun voor Trump en wat is in het EU-beleid essentieel om onze democratie en welvaart zo goed mogelijk te behouden?

Door Thijs Jochems

De EU vindt wat Trump doet waanzin. Veel Amerikanen vinden het echter helemaal niet zo gek en nemen zijn zelfverrijking en leugens op de koop toe. Alle politici zijn immers corrupt. Tijdens de regering-Biden was het overheidstekort in 2023 en 2024 rond de 7%. Daarnaast leidde de toegenomen complianceregulering volgens sommige studies (Goldbeck 2024 en Lapierré e.a. 2024) tot extra kosten van jaarlijks 1% tot 2% van het bbp. Amerikanen hebben traditioneel een hekel aan overheidsinmenging. Naar Europa kijkend, begrijpt de gemiddelde Amerikaan niet waarom de VS de rekening voor de bescherming van de EU moet betalen, terwijl de EU

het uitgespaarde defensiegeld heeft gebruikt om haar welvaartsstaat verder op te bouwen. Als er in de EU dan ook nog geprotesteerd wordt tegen het ophogen van de pensioengerechtigde leeftijd en vele Amerikanen op leeftijd nog met twee banen het hoofd boven water proberen te houden, is het begrijpelijk dat ze Trump's acties tegen de EU wel mooi vinden.

Trump en de Teslamieten: een parallel met Poetins oligarchen

Onder het mom van 'America First' is Trump hard bezig een autocratie te vestigen. Zijn vele 'executive orders' zijn vaak onconstitutioneel. Gerechtelijke uitspraken die de



onconstitutionele aard hiervan bevestigen, stoppen Trump niet. De trias politica, hét fundament van een democratie, functioneert alleen als de gerechtelijke uitspraken ook worden uitgevoerd. Kan Trump een democratie zoals de VS de laatste 200 jaar is geweest, 'zomaar' omvormen tot een autocratie?

In 2017 schreven Harvard-hoogleraren Ziblatt en Levitsky naar aanleiding van de verkiezing van Trump in 2016 'How Democracies Die'. Twee belangrijke conclusies: democratieën gaan niet ten onder door revoluties, maar doordat ze van binnenuit worden uitgehold én een vastbesloten minderheid van 25% is al voldoende om een democratisch systeem omver te werpen. Trump is in volle vaart de democratische rechtsregels en instituties aan het uithollen en Trump-aanhangers steunen hem volledig. Hij zou zomaar kunnen slagen in

zijn streven om een autocratie te vestigen. Trump is niet alleen een bewonderaar van Vladimir Poetin. Het is bijna een 'textbook example' zoals hij het pad bewandelt dat Poetin heeft afgelegd, inclusief het beknotten van de vrije pers om politieke tegenstanders uit te schakelen. Net als Poetin creëert Trump een gemeenschappelijke vijand: de landen die de arme Amerikanen van hun banen hebben beroofd.

Er zijn meer overeenkomsten tussen Trumps bestuursstijl en die van Poetin, maar één van de meest opvallende, is zijn samenwerking met een groep ultrarijken die nu buitensporige invloed hebben op beleid en bestuur. Net zoals Poetin een netwerk van oligarchen heeft bevoordeeld met staatscontracten en politieke gunsten, heeft Trump nauwe banden opgebouwd met de 'Teslamieten': miljardairs uit de technologie-, olie- en mediasector. Zo heeft

'Pak het (her)verdelingsvraagstuk aan en los het voldoende op om populistten de wind uit de zeilen te nemen.'

‘Het belangrijkste wapen van de EU is haar economische belang voor de VS en China.’

Musk binnen een paar weken Verizon als leverancier van de Amerikaanse overheid vervangen door zijn eigen bedrijf: Starlink.

Het échte probleem in de Westerse democratieën

Het is cruciaal om ons te realiseren dat Trump een symptoom is van de groeiende onvrede in de Westerse democratieën en niet de oorzaak is van het opkomende populisme. Het is een ontwikkeling die al ruim 35 jaar bezig is. Onderzoeken in de VS (onder andere Federal Reserve Board's Survey of Consumer Finance 2020) laten de enorme scheefheid in inkomens- en vermogensontwikkeling zien. In de VS is de bovenste 10% van de bevolking nu goed voor circa 50% van de consumptie en heeft de bovenste 1% de afgelopen 35 jaar circa 40 keer zoveel vermogen opgebouwd als de onderste 50%.

De EU laat een minder extreem maar vergelijkbaar beeld zien. Deze scheefgroei leidt tot onvrede en vormt een voedingsbodem voor populisme. Over de afgelopen 35 jaar hebben de traditionele politieke partijen deze groeiende ongelijkheid in de samenleving niet aangepakt. Primaire behoeften als woonruimte werden en worden steeds moeilijker bereikbaar voor grotere groepen in de samenleving. Het is dan ook niet raar dat het populisme in de EU van minder dan 5% rond 1995

inmiddels de 30% is genaderd.

Wat doet de EU en wat moet ze nog meer doen?

Dat de EU versneld haar defensie gaat versterken en investeert in zaken als technologie, energie, et cetera, is noodzakelijk. Wil de EU echter voldoende tegenwicht aan de VS en China kunnen bieden, dan is, zeker op korte termijn, haar economische belang voor de VS en China haar belangrijkste wapen. Die kaart kan de EU alleen maar spelen indien ze écht als één blok optreedt, bijvoorbeeld door alle defensie-inkopen voor de EU gezamenlijk te doen.

Nog belangrijker is echter dat de EU de oorzaken voor het opkomende populisme aanpakt. En dat vereist dat de EU zich nu niet alleen op het ‘blussen van de Trump-schok’ moet richten. Het oplossen van de interne problemen die het populisme zo in de kaart spelen, is zo mogelijk nog belangrijker. En het grootste probleem is het (her)verdelingsvraagstuk.

In de VS faalt die interne herverdeling en Trump zoekt de oplossing hiervoor buiten de VS. Dát is de valkuil waar de EU niet in moet trappen. Pak het (her)verdelingsvraagstuk aan en los het voldoende op om de populistten de wind uit de zeilen te nemen. Een duurzame samenleving is volgens de VN-definitie (commissie

Brundlandt 1987) ‘een ontwikkeling die aansluit bij de behoeften van het heden, zonder daarmee de mogelijkheden van toekomstige generaties om in hun eigen behoeften te voorzien in gevaar te brengen’. Breedgedragen steun voor noodzakelijk klimaatbeleid wordt lastig indien steeds grotere delen van de bevolking hun elementaire behoeften niet vervuld zien.

Daarnaast moet de EU sneller besluiten kunnen nemen. Indien daarvoor democratische (bij meerderheid) besluiten worden genomen die botsen met de rechtstaat (de afspraken zoals vastgelegd), dan moet dat maar. Zolang het maar niet door één partij kan worden bepaald.

Ook de huidige wet- en regelgeving moet worden aangepast. Zodanig dat de EU weer in beweging kan komen. Nu zijn we zowel in Nederland als in de EU op te veel gebieden zo ongeveer tot stilstand geregeld.

Enkele conclusies

In ‘Why Nations Fail’ (Acemoglu, Robinson) schrijft Acemoglu over democratie het volgende: ‘Elke samenleving wordt georganiseerd door haar elite (...) en (...) democratie is het enige politieke systeem waarin de elite de samenleving niet zonder meer kan leegroven.’ Dat is de reden waarom we onze democratie moeten beschermen.

Indien de EU haar welvaart en democratie adequaat wil beschermen, zal ze de onderliggende oorzaken van het groeiende populisme zeer snel en effectief moeten aanpakken. ■



Thijs Jochems

Adviseur en Private Investor

IN HET KORT

De EU voert een reactief beleid op Trump.

Trump is een symptoom, niet de oorzaak.

Democratie in de EU staat, net als in de VS, onder druk van populisme.

Het grootste probleem is het herverdelingsvraagstuk.

Trump wil het herverdelingsprobleem oplossen middels tarieven.

Dé oorzaak van de opkomst van het populisme in het Westen is groeiende ongelijkheid in de samenleving. Dat bestrijden zou prioriteit 1 voor de EU moeten zijn.

Door Wtp meer ruimte voor alternatieve beleggingen

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Onder het nieuwe pensioenstelsel zullen veel beleggingscategorieën toegankelijker worden. Zo ook direct lending en andere sub-strategieën. Sinds de financiële crisis zijn veel alternatieve kredietstrategieën overgegaan van banken naar private kredietverstrekkers. Tegelijkertijd zijn de producten geprofessionaliseerd, met betere structuren en risicobeheer.

Kunnen jullie kort toelichten op welk deelgebied, welke sub-strategie, jullie je concentreren?

Sachin Patel: 'Ik begin met 'point of sale'-leningen. Dat zijn bepaalde leningen aan consumenten voor het doen van aankopen. Het specifieke karakter is belangrijk, want de eerste variant hiervan was de creditcard, een nogal bot instrument dat door iedereen voor van alles gebruikt kan worden. De 'point of sale'-leningen zijn daarentegen veel specifiek, waardoor je het kredietrisico, de verstrekking en het beheer veel gericht kunt inrichten. Ze hebben doorgaans een zeer korte looptijd, van vier weken tot zes maanden, leveren een hoog rendement en zijn relatief klein van omvang. Het gemiddelde leenbedrag kan zo klein zijn als honderd dollar, wat leidt tot zeer gespreide en fijnmazige portefeuilles.'

Guy Brooks: 'Onze 'working capital finance'-strategie is het verstrekken van financiering aan middelgrote en grote bedrijven in Europa en de Verenigde Staten die vastzittend werkkapitaal willen vrijmaken door hun vorderingen, schulden en voorraden te financieren. De leningen die we verstrekken hebben een looptijd van een maand tot een jaar en zijn van nature laag gecorreleerd met andere vastrentende posities. De portefeuille bestaat uit 40 leningen met duizenden onderliggende facturen, waardoor deze extreem gediversifieerd is met een beperkt risico op wanbetaling of verliezen.'

Hoe verschillen deze leningen van reguliere consumptieve leningen?

Patel: 'Het belangrijkste verschil is de

omvang. Zoals gezegd, deze leningen kunnen zo klein zijn als honderd dollar, terwijl een gewone consumptieve lening bijvoorbeeld tienduizend dollar kan zijn. Ook het doel is anders, 'point of sale'-leningen zijn bedoeld voor een specifieke aankoop. Het tweede verschil zit in de samenstelling van de portefeuille: 'point of sale'-leningen zijn veel gedetailleerder, wat je ook in staat stelt om te kiezen welk deel van het kredietspectrum je aanspreekt.'

Brooks: 'We verstrekken financiering tegen zeer kortlopende vorderingen en schulden aan bedrijven met een gemiddelde omzet van meer dan één miljard Amerikaanse dollar. Dit zijn grote en in sommige gevallen bekende namen – we verstrekken geen financiering aan kleine en/of middelgrote ondernemingen, of aan consumenten.'

Terug naar het toelichten van de sub-strategieën.

Lalantika Medema: 'Te beginnen met residentieel krediet. Dat zijn leningen die gedekt worden door woningen. We richten ons op assets in zowel de Verenigde Staten als Europa. Deze assets hebben goed gepresteerd qua risico-rendement. We garanderen ze een yield zonder leverage van midden tot hoge single digit. Met leverage kom je uit op lage tot gemiddelde percentages. Qua securitisatie is dit een asset class die beleggers goed kennen. Wij zijn een van de marktleiders op het gebied van securitisatie. We hebben ongeveer 160 securitisaties gedaan van residential mortgage backed securities (RMBS) en treden daarbij vaak zelf op als sponsor. Het biedt dus veel mogelijkheden om de illiquiditeitspremie te verzilveren in de private markt en deze later te gelde te maken in de publieke markt. Wat betreft andere sub-strategieën gaat het op het gebied van consumentenkrediet om een breed scala aan onderliggende assets: van studieleningen tot autoleningen en creditcardvorderingen. Wij zijn hier actief in het opkopen van 'legacy holders' – meestal banken – en werken daarnaast samen met originators en servicers om nieuwe assets aan te kopen. Tot slot omvatten luchtvaart- en equipment-financieringen assets die gedekt worden door fysiek onderpand. In beide segmenten zien we dat de originators – vaak gebruiken luchtvaartmaatschap-

Voorzitter:

Menno van den Elsaker,
APG Asset Management

Deelnemers:

Leticia Ferreras Astorqui,
Allianz Global Investors
Guy Brooks,
Pemberton Asset management
Paul Henriot,
HSBC Asset Management
Lalantika Medema,
PIMCO
Sachin Patel,
Neuberger Berman
Kevin Simons,
AF Advisors



VOORZITTER

Menno van den Elsaker

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



Leticia Ferreras Astorqui

Leticia Ferreras Astorqui is Senior Portefeuillemanager in het Development Finance & Impact Credit-team van Allianz Global Investors, waar zij zich heeft gericht op het uitbreiden van AllianzGI's impactvolle private kredietaanbod in emerging markets, inclusief blended finance. Daarvoor werkte zij bij Macquarie Capital, gericht op aandelenbeleggingen in hernieuwbare energie in Latijns-Amerika. Zij werkte ook in Project Finance bij MUFG en Export Finance bij Citi.



Guy Brooks

Guy Brooks is a Managing Director and Head of Distribution in the Working Capital Finance team at Pemberton. He is responsible for coverage of non-institutional clients and asset managers together with providing product support for the institutional client coverage teams. Prior to joining Pemberton in 2021, Brooks was a Managing Director at Deutsche Bank and Global Head of Distribution & Credit Solutions.



Paul Henriot

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



Lalantika Medema

Lalantika Medema is Executive Vice President en Alternative Credit Strategist bij PIMCO, verantwoordelijk voor credit alternatives en strategieën met betrekking tot hypotheek en onroerend goed. Eerder werkte ze in het portfolio management-team en richtte ze zich op Mortgage-Backed Securities en residentiële leningen. Voordat ze in 2006 bij PIMCO kwam, werkte ze bij Deutsche Bank, waar ze zich specialiseerde in collateralized debt obligations (CDO's).



Sachin Patel

Sachin Patel trad in augustus 2022 in dienst bij Neuberger Berman als Managing Director van het Specialty Finance-team. Daarvoor richtte hij de Global Capital Markets-groep op bij Funding Circle Holdings Plc. Eerder werkte Patel bij de Insurance & Pensions ALM Solutions-divisie van Barclays Capital, waar hij Europese verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen adviseerde en private credit-investeringen structureerde.



Kevin Simons

Kevin Simons is Senior Consultant bij AF Advisors en heeft een sterke academische en professionele achtergrond in de financiële sector. Hij behaalde zijn master Financiële Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en is Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA). Simons richt zich op Investments-projecten met betrekking tot alternatieve beleggingen, met een speciale focus op private debt en Nederlandse woning-hypotheek. Simons is sinds 2018 werkzaam bij AF Advisors.

pijen een asset-light model – de assets liever niet op hun eigen balans houden.'

Leticia Ferreras Astorqui: 'Mijn team richt zich specifiek op private credit-strategieën in opkomende markten. De sub-strategie die ik wil toelichten is blended finance. Het idee is om institutionele beleggers toegang te geven tot opkomende markten, maar dan mét risicobeperking, zodat de beleggingsmogelijkheden in overeenstemming zijn met hun risicobereidheid van investment grade. Blended finance werkt met een vehikel – bijvoorbeeld een fonds – waarin kapitaal uit de private sector (vaak institutionele beleggers) in het algemeen een seniorpositie inneemt en profiteert van een first loss-laag van kredietrisico-bescherming. Die eerste verlieslaag wordt gefinancierd door publieke partijen zoals ontwikkelingsbanken of multilaterale instellingen (denk aan de Wereldbank, de African Development Bank, of FMO in Nederland). Deze instellingen nemen de eerste verliezen van de onderliggende portefeuille, zodat private beleggers in de senior tranche beter beschermd zijn tegen het onderliggende kredietrisico. Het idee achter blended finance is dat institutionele beleggers toegang krijgen tot emerging markets op een risicoloze en toch aantrekkelijke manier en tegelijkertijd een positieve impact creëren in doelmarkten. Deze oplossingen voorzien hen van diversificatie in de portefeuille, zonder hen direct bloot te stellen aan het volledige risico van opkomende markten. Dankzij de blended fondsstructuur, met inbegrip van

'Blended finance voorziet institutionele beleggers van diversificatie in de portefeuille, zonder hen direct bloot te stellen aan het volledige risico van opkomende markten.'

de first loss-laag, hebben institutionele beleggers exposure naar een risicoprofiel dat overeenkomt met investment grade.’

Paul Henriot: ‘Ik begin met RCF, oftewel Revolving Credit Facilities. Dat is een vorm van direct lending, maar dan specifiek gericht op deze revolving faciliteiten. Om het simpel te zeggen: het lijkt op een bankschuld voor bedrijven. Ze krijgen een kredietlijn waar ze flexibel gebruik van kunnen maken: opnemen en aflossen naar behoefte. De bedrijven in onze portefeuille hebben een EBITDA van tussen de 150 miljoen en 2 miljard, dus we zitten in het large cap-segment. Wat betreft risico-rendement: we richten ons vooral op senior secured financing voor bedrijven met een single-B rating. Momenteel zitten we rond de 15% netto IRR voor deze strategie. Een belangrijk punt is dat bijna 50% van onze IRR voortkomt uit de original issue discount, OID. We kopen deze leningen met korting aan, in een zeer illiquide markt – banken willen verkopen, kopers zijn er weinig. Onze tweede strategie is NAV Lending, dus financiering op fondsniveau voor private equity. We focussen op een lage Loan to Value bij aanvang – 10% tot 20% – bij fondsen met tien à vijftien onderliggende participaties. We verstrekken dan een lening op fondsniveau, met de assets als onderpand. Het is belangrijk om te zeggen dat we uitsluitend NAV-leningen doen waarvan de opbrengst opnieuw in het fonds wordt geïnvesteerd, en niet wordt uitbetaald aan de LP’s. Dat is cruciaal voor ons: we willen dat de LP’s, GP’s en wijzelf gelijkgericht zijn.’

Hoe passen de verschillende strategieën in een portefeuille van een LP? Hoe overtuig je beleggers om in te stappen?

Kevin Simons: ‘Je ziet duidelijke verschillen bij Nederlandse beleggers in hoe ver ze zijn met alternatieve kredietstrategieën. Met name bij kleine en middelgrote pensioenfondsen zie je dat ze nu pas beginnen met direct lending. Door de Wtp-transitie wordt meer ruimte voor alternatieve beleggingen verwacht, en direct lending kan daarvan profiteren. Voor het bredere segment alternative credit zie ik iets meer terughoudendheid, of liever gezegd: voorzichtigheid. De kleinere beleggers wachten vaak af wat de grotere

‘Door de pensioenhervorming wordt meer ruimte voor alternatieve beleggingen verwacht. Direct lending kan daarvan profiteren.’

beleggers gaan doen, mede door beperkte trackrecords of gebrek aan ervaring tijdens crisisperiodes. Om beleggers van iets te overtuigen, is kennisdeling cruciaal. Zorg dat iedereen weet wat er beschikbaar is, hoe het werkt, wat de risico’s zijn en hoe het past binnen een portefeuille.’

Patel: ‘Bij gesprekken met LP’s proberen we ze eigenlijk niet echt te overtuigen. We presenteren vooral onze oplossing voor een probleem dat zij zélf herkennen. Onze klanten zijn langetermijnbeleggers: verzekeraars, pensioenfondsen, stichtingen, staatsinvesteringsfondsen. Ze hebben doorgaans al exposure naar mid-market direct lending, en daar zijn ze tevreden over. Het probleem is dat hun hele private credit-allocatie bestaat uit corporate lending in allerlei smaken. Zelfs ‘special situations’ zijn vaak gewoon een andere variant van corporate lending. Onze oplossing is: producten met hogere rendementen, kortere duration en geen correlatie met corporate credit risk. Zo kunnen LP’s op twee manieren hun private credit-portefeuille diversifiëren: weg van corporate credit, kortere looptijd. >



‘Bij gesprekken met LP’s proberen we ze eigenlijk niet echt te overtuigen. We presenteren vooral onze oplossing voor een probleem dat zij zélf herkennen.’

Een typische zakelijke lening heeft een looptijd van vijf tot acht jaar. Vaak met bullet-aflossing, waardoor je pas aan het einde volledig inzicht hebt in het kredietrisico. Bij specialty finance is onze gemiddelde duration achttien maanden, en gaat het om amortiserende leningen – elke maand rente en aflossing. Dus je hebt hoogrenderende assets met kortere looptijd, dus minder risico. Bovendien kunnen we, doordat we maandelijke aflossingen ontvangen, het kapitaal doorlopend herinvesteren. Wij zijn een van de langst bestaande specialty finance-fondsen, gestart in 2017. Veel van de besproken sub-strategieën werden voorheen op de bankbalansen gehouden. Tot de financiële crisis. Sindsdien zijn ze overgegaan naar private kredietverstrekkers. Tegelijkertijd zijn de producten geprofessionaliseerd, met betere structuren en risicobeheer.’

Heeft de verschuiving van banken naar alternatieve krediet-verstrekkers én de toenemende behoefte aan diversificatie bij LP’s de interesse in deze

strategieën de afgelopen vijf jaar flink vergroot?

Medema: ‘Zeker. Maar ik zou niet zeggen dat we banken vervangen, eerder dat we samenwerken. Banken zijn nog steeds sterk in wat ze doen, ze willen de klantrelatie behouden en hebben de infrastructuur om leningen te origineren. Wat ze niet meer kunnen, is deze leningen op hun balans houden. De meeste klanten hebben al een goed opgebouwde direct lending-portefeuille. Ze willen hun direct lending-investeringen niet verkopen, maar zoeken naar aanvulling. Asset-based finance biedt die flexibiliteit via meerdere subsegmenten. Asset-based finance of speciality finance roept vaak het idee op van iets complex, maar het gaat echt om financiering van de reële economie. Dus we besteden veel tijd aan educatie: uitleggen hoe we aan die assets komen, hoe we ze beoordelen, hoe we ze beheren. Dat geeft beleggers een helder beeld van het risico dat ze lopen. Met betrekking tot trackrecords gaat het niet alleen om hoe lang wij als manager actief zijn, maar om de historische prestaties van de onderliggende asset class. Voor sommige strategieën is die geschiedenis kort (bijvoorbeeld vijf jaar), en die tijd was economisch relatief rustig. Dus we kijken altijd naar hoe lang de datageschiedenis is. Wij gebruiken bijvoorbeeld veertig miljard datapunten over consumenten.’

Brooks: ‘De asset classes trade finance en working capital finance verschillen niet van andere particuliere kredietstrategieën, waarbij de eisen van banken om meer kapitaal aan te houden voor niet-investeringswaardige kredieten na de financiële crisis ertoe hebben geleid dat ze zich meer richten op investerings-kredieten, waardoor een financieringsgat is ontstaan. Het gebruik van trade finance door institutionele beleggers is de afgelopen jaren echt op gang gekomen. De acceptatie en goedkeuring door enkele van de grootste consultants heeft dit proces aanzienlijk geholpen.’

Leticia, jij werkt met Emerging Market Debt (EMD). Hoe positioneren LP’s dit: binnen private credit, of binnen EMD? Hoe overtuig je hen om ten aanzien van deze sub-strategie stappen te zetten?



Ferreras Astorqui: ‘Als wij met LP’s spreken, horen we meestal twee bezwaren. Ten eerste het gepercipieerde risico: veel beleggers zien opkomende markten als zeer risicovol. Ze komen vaak uit een conservatief profiel. In de meeste gevallen gaat het om verzekeraars en pensioenfondsen met 97% van hun balans in Europa of andere OESO-landen. Ten tweede toegankelijkheid. Voor wie wél wil diversifiëren richting emerging markets, rijst de vraag: hoe dan? Buiten kapitaalmarktindices is er vaak weinig directe toegang tot emerging markets. Bij het positioneren van blended finance leggen we de nadruk op twee dingen: de aanwezige risicobeperkende maatregelen die zorgen voor een aantrekkelijk risicorendementsprofiel, en de voordelen van samenwerking met instellingen in de publieke sector als het gaat om originitie en kennis ter plaatse. Daarnaast vertellen we over de lage correlatie met andere EM-exposures en het feit dat het gaat om een sterk gespreide portefeuille. Omdat blended finance funds vaak geen externe rating hebben, kost het meer werk om met beleggers te praten over risico’s, prestaties en de kracht van de data, wat soms een uitdaging is bij het aantrekken van een brede pool van instituties. Echter, voor beleggers met duurzaamheidsambities, zoals klimaat of net zero-doelstellingen, helpt deze strategie hen om deze commitments ook echt waar te maken. Steeds meer beleggers willen dat hun beleggingen een positieve impact maken, maar dan wel met duidelijke KPI’s en in de context van de bestaande duurzaamheidsregulering (denk aan artikel 8 of 9). Een grote uitdaging is: waar plaats je deze strategie in de portefeuille? Sommige institutionele beleggers hebben een impact bucket, waar blended finance goed in past. Maar velen hebben die niet. In de praktijk valt het meestal onder het fixed income segment, of het alternative credit-gedeelte.’

Hoe positioneren Nederlandse LP’s dit soort strategieën binnen credit?

Simons: ‘Dat hangt erg af van de structuur van de portefeuille en van welke buckets er al zijn. Veel pensioenfondsen hebben een EMD bucket, dus blended finance zou daar logisch in passen. Maar in de praktijk is het vaak wel heel anders dan wat men daar gewend is. Hoewel het op het eerste gezicht

‘Ik zou niet zeggen dat we banken vervangen, eerder dat we samenwerken. Banken zijn nog steeds sterk in wat ze doen.’

logisch lijkt, blijkt het in de praktijk toch vaak lastig. Bij grotere beleggers is het iets makkelijker, zeker als ze een impact bucket hebben, wat steeds gangbaarder wordt. Maar bij kleine tot middelgrote pensioenfondsen moet nog veel werk worden verricht om hun fixed income-segment te verbreden. Ze zijn nu vooral bezig met de eerste stap: diversificatie richting direct lending. Daarna volgt hopelijk meer ruimte voor de strategieën die we hier bespreken. Buitenlandse beleggers lijken al meer voortgang te hebben geboekt op dit vlak. Zij beleggen doorgaans al langere tijd in direct lending. Hierdoor is uitbreiding met alternative credit meer voor de hand liggend.’

Medema: ‘Bij wereldwijde beleggers zie je dat private credit-allocaties nog steeds worden gedomineerd door direct lending. Maar de afgelopen twee jaar is asset-based finance echt de focus geworden. Zelfs als een klant nog niet precies weet wat het is, heeft die er genoeg over gelezen om te vragen: ‘Vertel eens, wat doe je op dat gebied?’ Sommige beleggers zijn steeds vaker op zoek naar een multi-sector benadering, dus niet óf direct lending óf asset-based finance, maar één vehikel waarmee je toegang krijgt tot meerdere private credit-strategieën.’

Ferreras Astorqui: ‘Dat is een goed punt. Veel beleggers hebben nog geen impact-gerichte sub-strategie en zijn misschien niet zo bekend met deze investeringen, dus wij vergelijken het met iets dat ze wel kennen. In mijn geval: veel beleggers zijn niet bekend met blended finance. Als onderdeel van de introducties die we doen, vergelijken we daarom vaak de onderliggende assets met infrastructuurschulden, aangezien veel van onze fondsen investeren in infrastructuur of andere real assets en beleggers vaak al bekend zijn met infra debt of zelfs infra equity. Die vergelijking werkt goed, de performance kan even robuust zijn en >

investerings in real assets zijn vrijwel hetzelfde ongeacht het land, dus we kunnen een vertrouwde basis leggen en vervolgens voortbouwen op de nuances van de opkomende markten.’

Henriot: ‘We zien dat de kennis onder beleggers enorm is toegenomen. Private markets zijn eerst opengesteld via private equity, daarna via direct lending. Nu horen we tijdens meetings steeds vaker dat direct lending verzadigd aanvoelt, zeker in het midden- tot large-cap segment. Diversificatie is dus een sleutel-thema. Beleggers zijn op zoek naar een andere looptijd, een ander risicoprofiel, andere onderliggende assets. RCF (revolving credit facility) is bijvoorbeeld grotendeels een liquiditeitsproduct met minder financiering, terwijl trade finance assets (zoals Factoring) worden ondersteund door een commerciële transactie, en geen financiële. Daardoor zit er automatisch een de-correlation in ten opzichte van klassieke kredietmarkten. Dat vinden beleggers aantrekkelijk. Wat betreft het trackrecord: ja, bij de meeste strategieën kunnen we daarop vertrouwen. Maar bij sommige, zoals NAV lending, is dat moeilijker. Dit soort strategieën bestaat nog niet zo lang en er is minder dan tien jaar aan betrouwbare statistieken beschikbaar. Daarom halen we er een externe rating bij, zodat beleggers een kader hebben om de strategie te positioneren vanuit een risicoperspectief, ook zonder lange historische data.’

Brooks: ‘Onze strategie kan op verschillende manieren worden bekeken. De lage wanbetalingspercentages van de asset class en het verbeterde rendement voor het risico betekenen dat het elke kredietstrategie kan complementeren, door het bieden van zero duration, lage volatiliteit en diversificatie. De korte looptijd van de

onderliggende assets betekent ook dat het een gunstige Solvency II-behandeling heeft.’

Hoe leg je NAV-leningen uit aan LP's? Die hebben zelf vaak ook exposure naar private equity.

Henriot: ‘Er is wel wat uitleg nodig. Sommige beleggers denken in eerste instantie dat dit private equity-risico is. Maar als wij met een BBB-rating werken, is het rendement doorgaans rond de 8% tot 9%, niet 15% tot 20%. Het is in de kern een investment grade-achtig kredietprofiel. Ja, de onderliggende assets zijn private equity (PE), maar door de enorme diversificatie en lage LTV is het risico heel anders. Bijvoorbeeld: een NAV-leningenfonds heeft tien tot twintig lines of investment (dat wil zeggen leningen aan een PE-fonds). Elk van deze PE-fondsen bevat weer tien tot twintig bedrijven in hun portefeuille. Dus met tien NAV-leningen heb je exposure naar 200 bedrijven, met lage LTV's. Zelfs in een zwaar scenario, zoals tijdens de financiële crisis, is de portefeuille aantoonbaar goed houdbaar. Als een private equity-bedrijf failliet gaat, wat zeldzaam is, blijft er vaak nog iets van waarde over. Zelfs als je op een distressed-niveau verkoopt, haal je vaak nog 40% van de oorspronkelijke waarde, dat wil zeggen twee keer coverage op je NAV-lening. Daarom krijgen we meestal een BBB-rating van een gerenommeerd bureau. Het is gewoon een veilig profiel.’

Wat valt er te zeggen over de slechte pers die NAV-financiering de laatste tijd krijgt?

Henriot: ‘Er zijn eigenlijk twee soorten NAV-leningen. De lage LTV-bankvariant (LTV van 10% tot 20%, lage risico's) en de deep LTV-variant (met LTV's van 50% tot 70%, en dat voelt meer als equity-risico). Bij onze fondsen richten we ons op de eerstgenoemde, waar het alignment of interest sterk is. En gelukkig heeft de International LP Association onlangs duidelijke richtlijnen voor NAV-leningen opgesteld, net zoals ze dat jaren geleden voor 'cap calls' deden. Er zijn nu dus duidelijke spelregels. NAV-leningen zijn een vorm van leverage, goedkoper dan funding op bedrijfsniveau, en kunnen potentieel veel waarde creëren, mits goed

‘De lage wanbetalingspercentages en het verbeterde rendement voor het risico betekenen dat onze strategie elke kredietstrategie kan complementeren.’

gestructureerd. Als een fonds al het kapitaal heeft opgevraagd, maar er toch meer nodig is om groei te stimuleren op hun portfolio company level, is NAV-lending een eenvoudig en goedkope manier om extra kapitaal in de portfolio-bedrijven te injecteren. Iedereen profiteert ervan. De kredietverstrekker ziet dat het geld wordt herbelegd, dus het onderpand groeit mee. De LP ontvangt mogelijk een iets hoger rendement. De GP kan meer waarde creëren, en dus ook meer carry verdienen. Het systeem werkt, en sinds er richtlijnen zijn voor NAV-leningen, is de toon van het debat compleet veranderd. Iedereen voelt zich nu veel comfortabeler met NAV-financiering.

Veel regelgeving over duurzaamheid richt zich op corporate credit en term loans, maar veel minder op gesecuritiseerde consumentenkredieten. Hoe gaan jullie daarmee om in jullie sub-strategieën?

Patel: 'Daar ben ik het mee eens. ESG-regelgeving is gericht op corporate credit. Voor specialty finance en asset-based lending is dat niet goed toepasbaar. Maar je kunt natuurlijk wel dezelfde principes hanteren. Bij ons ligt de focus vooral op de S (social) en de G (governance). Ja, we hanteren milieugerelateerde uitsluitingen, zoals geen kolenfinanciering. Maar de echte impact zit in hoe je leningen verstrekt aan consumenten of kleine bedrijven. Financiële inclusie is een belangrijk thema in onze portefeuille. Er zijn groepen mensen die moeilijk toegang krijgen tot krediet tegen redelijke tarieven. We hebben een portfoliobedrijf dat zich richt op leningen aan Latijns Amerikaanse inwoners in de Verenigde Staten, die vaak geen eerlijke rente kregen. Doordat de kredietverstrekker deze doelgroep goed kent, kunnen ze het risico beter inschatten en dus ook eerlijk prijzen. Vanuit governance-perspectief kijken we, net als bij bedrijfsleningen, naar hoe het bedrijf is georganiseerd. Hoe gaan ze om met personeel en klanten? Welke procedures hebben ze. Een groot probleem is het volgende: als je een fonds met honderdduizenden leningen hebt, is het bijna onmogelijk om op loan-level te rapporteren zoals vereist voor artikel 8. En dat staat de promotie van strategieën als duurzaam in de weg.'

Hebben jullie hierover contact met toezichthouders?

Patel: 'We spreken daarover met toezichthouders. Die begrijpen het probleem wel, maar er is nog weinig actie ondernomen omdat asset-based finance nog relatief klein was. Maar dat verandert: onze sector groeit snel en kan niet meer genegeerd worden. Zodra beleggers zelf om duidelijke regels vragen, zal de regulering volgen. Vraag komt vóór actie.'

Medema: 'In asset-based finance – of je nu kijkt naar woninghypotheken, consumentenkrediet, luchtvaartleasing of equipment finance – zie je dat elke sub-strategie zijn eigen ESG-nuances heeft. Je kunt dus niet een universeel framework gebruiken. Wij werken daarom nauw samen met onze portefeuillemanagers, zowel in ESG als in private credit, om per sub-strategie te bepalen welke ESG-factoren relevant zijn.'

Wat is de rol van technologie en AI bij de ontwikkeling en het risicomanagement van de sub-strategieën?

Ferreras Astorqui: 'Wij denken nog steeds na over manieren waarop AI ons meer kan helpen. Het wordt nu vooral ingezet voor data-analyse en KPI-monitoring. Een echte centrale database is er vaak niet, dus eerst moet je alle data verzamelen en AI gebruiken voor de analyse en identificatie van trends. Afgezien van data, zien we veel technologische vooruitgang in climate risk analysis. Er komen steeds meer platforms en datasets die inzicht geven in klimaatrisico's van specifieke locaties of bedrijven. Vele daarvan gebruiken ook AI.'

Henriot: 'Bij RCF en NAV hebben we maar twintig tot dertig leningen in een portefeuille. AI is daar nog niet echt relevant, want de database is beperkt en de informatie grotendeels privé. Bij trade finance wordt het wel interessanter. Denk aan supply chain finance of factoring. Het aantal debiteuren is vaak beperkt, maar de onderliggende facturen zijn talrijk. Hier zie je technologische verbeteringen-platforms ontstaan die iets van de documentatie automatisch kunnen verwerken, wat vooral handig kan zijn voor banken. We zien ook dat er platforms >

opkomen die vormen van trade finance kunnen bieden aan kleinere bedrijven, waarbij banken minder present zijn.’

Simons: ‘Ook voor kleinere partijen, zoals mijn consultancybureau met veertig mensen, zijn AI en data analytics waardevol. We bieden bijvoorbeeld benchmarks aan voor Nederlandse hypotheekbeleggingen op basis van loan-level data. Vroeger had je daar een heel quant-team voor nodig. Nu kunnen we dat veel efficiënter en daarmee ook goedkoper.’

Wat is jullie outlook voor de verschillende sub-strategieën? Groeit het belang? Welke trends zien jullie?

Patel: ‘De vraag vanuit LP’s is sterk gegroeid. We zijn nu op het punt dat we dat kapitaal ook echt kunnen absorberen. Als je vandaag een nieuwe private credit-portefeuille zou opbouwen, zou je waarschijnlijk niet beginnen met direct lending, maar eerder met asset-based finance. De Verenigde Staten zijn al langer leidend in deze markt. Europa begint nu echt te volgen, mede door regulatorische druk. Zelfs banken verkopen tegenwoordig ‘super prime’ consumptiekredieten aan private partijen.’

Medema: ‘De markt voor specialty finance is enorm, ongeveer twintig biljoen dollar. Als we met klanten spreken, benadrukken we vier zaken: 1. diversificatie, 2. complementariteit met bestaande allocaties, 3. harde assets als onderpand, 4. lage correlatie met bredere marktrisico’s. Als private credit-portefeuilles groeien, wordt dit een logische vervolgstap.’

Ferreras Astorqui: ‘Voor blended finance is samenwerking tussen overheid en private sector cruciaal. Er zijn wel zorgen over de bezuinigingen op de budgetten voor overheidssteun, zeker vanuit de Verenigde Staten, maar de conclusie is duidelijk: we moeten strategieën creëren die institutioneel kapitaal aantrekken om opkomende markten te financieren, vooral als het gaat om klimaatverandering. We kunnen de klimaatcrisis, die ons allemaal raakt, niet oplossen door ons alleen te richten op Europa of Noord-

‘NAV-leningen zijn een vorm van leverage, goedkoper dan funding op bedrijfsniveau, en kunnen potentieel veel waarde creëren, mits goed gestructureerd.’

Amerika. De interesse groeit, ook vanuit verzekeraars en pensioenfondsen. En ondanks politieke onzekerheid blijven veel beleggers hun duurzaamheidsdoelen trouw en onderzoeken ze manieren om dit te bereiken, inclusief blended finance.’

Henriot: ‘Er is veel concurrentie in de mid- tot large-cap direct lending-markt. Margins zijn scherp gedaald, van 5% tot 3,5% in twee jaar aan het lange einde van de markt – Broadly Syndicated Loans to TLB. Dat betekent dat er veel interesse is in diversificatie en differentiated origination. Ook aan de aanbodkant zien we een voortdurende verschuiving. Banken kijken nog steeds naar het pro-actief managen van hun balans, vanwege regelgeving, kapitaaldruk, en mismatch tussen deposito’s en langlopende rekeningen.’

Simons: ‘Vanuit Nederlands perspectief betekent de pensioenstelselherziening dat het oude systeem met risicopremies verdwijnt. In het nieuwe stelsel kunnen veel beleggingscategorieën toegankelijker worden, dus ook direct lending en sub-strategieën zoals deze. Maar de overgang duurt nog twee à drie jaar. In de tussentijd moeten we werken aan kennisdeling.’

Brooks: ‘Buiten de bankenwereld beginnen de kenmerken van de asset class trade finance als beleggingen nog maar net bekend te worden. We denken dat we aan het begin staan van de reis om een enorme markt te ontsluiten. Omdat beleggers blijven zoeken naar diversificatie en lage volatiliteit, zal de vraag naar deze assets blijven groeien. We hebben de afgelopen twaalf maanden een enorme toename in interesse gezien en hebben geen redenen om aan te nemen dat dit zal veranderen. De huidige marktvolatiliteit zal deze groei alleen maar ten goede komen.’ ■

IN HET KORT

Er zijn duidelijke verschillen tussen Nederlandse beleggers in hoe ver ze zijn met het implementeren van alternatieve kredietstrategieën. Met name kleine en middelgrote pensioenfondsen beginnen nu pas met direct lending.

Het gebruik van de asset class trade finance door institutionele beleggers is pas de laatste jaren op gang gekomen.

Veel pensioenfondsen hebben een EMD-bucket, dus blended finance zou daar logisch inpassen.

ESG-regelgeving is gericht op corporate credit. Voor specialty finance en asset-based lending is dat niet goed toepasbaar. Maar je kunt wel dezelfde principes hanteren.

In asset-based finance heeft elke sub-strategie zijn eigen ESG-nuances. Een universeel framework is niet bruikbaar.

Seminar 'Green Infrastructure & Sustainable Real Estate'

Datum: Donderdag 12 juni 2025 van 13:00 uur tot 17:00 uur

Locatie: Kantoor CBRE Investment Management, WTC Amsterdam

Wat is het effect van het beleid van president Trump op klimaatdoelstellingen voor infrastructuur en vastgoed? In hoeverre moeten klimaatambities worden bijgesteld? Zijn initiatieven als BREEAM en GRESB nog actueel en passend genoeg?

Hoe ver wil, kan of moet je gaan om net zero te bereiken in infrastructuur en vastgoed? Wat zijn de grootste uitdagingen bij het realiseren van impact in real assets?

Hoe meet en monitor je je duurzaamheidsdoelstellingen binnen je real assets-beleggingen? In welke mate kunnen AI, digital twins en smart building-data bijdragen aan betere ESG-sturing binnen vastgoedportefeuilles?

Op **donderdagmiddag 12 juni van 13.00 tot 17.00 uur** (lunch vanaf 12.15 uur) zullen diverse experts ingaan op deze en andere actuele vragen tijdens het educatieve seminar '**Green Infrastructure & Sustainable Real Estate: hoe creëer je impact in Real Assets?**'.

De middag zal worden geleid door **Vincent van Bijleveld**, Managing Director bij Global Real Estate Engagement Network (GREEN) en Managing Consultant Sustainable Investing bij Finance Ideas.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Peter van Apeldoorn**, Senior Investment Specialist, Polestar Capital
- **Sjoerd Berkhout**, Portfolio Manager, a.s.r. real assets investment partners
- **Stefany Burbano**, Economist, PhD candidate, Maastricht University – MCRE
- **Marco van der Geugten**, Senior Portfolio Manager Infrastructure, MN
- **Bas Jongerius**, Senior Investment Specialist, Fund Manager, Polestar Capital
- **Peter Koppers**, Director Investment Management, Achmea Real Estate
- **Paul Oremus**, Managing Director (NL) en Fund Manager, CBRE Investment Management
- **Andrea Palmer**, Responsible Investment Lead, Global Real Estate Securities, PGGM
- **Jai Patel**, Managing Director, Co-Head, Real Estate Debt, ICG Real Estate
- **Kimberly Pilling**, Senior Director – Investment Relations, Nuveen
- **Derk Welling**, Senior Portfolio Manager Responsible Investments Real Estate, APG Asset Management

Registratie:

Deelname staat open voor buy-side beleggingsprofessionals die werkzaam zijn voor pensioenfondsen, fiduciaire managers, family offices, consultants, banken, verzekeraars of die werkzaam zijn op het gebied van fondsselectie voor onafhankelijke vermogensbeheerders. Uw inschrijving is onder voorbehoud van goedkeuring door Financial Investigator en de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Meer informatie: <https://www.financialinvestigator.nl/seminar-12-06-2025>



In samenwerking met:



a.s.r. real assets investment partners



LAAT ZE MEEDOEN!

Samen maken
we het verschil
voor een kind!

EEN
EERLIJKE
KANS

Kijk op fondskinderhandicap.nl
of neem contact op via 070-351 27 84
of info@fondskinderhandicap.nl

Fiscale divergentie

Het komt niet vaak voor dat Europese en Chinese aandelen stijgen terwijl Amerikaanse aandelen dalen. Dat wordt voor een belangrijk deel bepaald door de verschillen in fiscaliteit.

Op het eerste gezicht lijkt het logisch om de Amerikaanse tarievenoorlog de schuld te geven van de opmerkelijke divergentie op de wereldwijde aandelenmarkt dit jaar. Het lijkt ook logisch gezien de eerdere Amerikaanse euforie in contrast met de zwartgalligheid rondom Europa en China. Zelfs de breed uitgemeten verschillen in waardering zouden als verklaring kunnen worden gebruikt voor deze beweging. Toch wordt de divergentie vooral veroorzaakt door ontwikkelingen op fiscaal gebied.

Zowel in de eurozone als in China werd jarenlang te veel gespaard en onvoldoende geconsumeerd. Beide regio's waren daardoor genoodzaakt te vertrouwen op de export. Door de druk van Donald Trump en Vladimir Poetin gaat de komende Duitse regering onder leiding van Friedrich Merz de komende 12 jaar in totaal € 1 biljoen investeren. Op jaarbasis betekent dit 1% tot 2% extra economische groei per jaar. Niet iedereen in de eurozone beschikt over de financiële verhoudingen om Duitsland te volgen, al doet Nederland er met nog betere balansverhoudingen waarschijnlijk verstandig aan dat wel te doen. De Duitse investeringen compenseren niet alleen voor de gebrekkige consumptie in dat land, maar ook voor eventuele Amerikaanse importtarieven. China doet hetzelfde door het begrotingstekort structureel met 2 procentpunt op te laten lopen.

De export uit Europa en China werd voor een belangrijk deel geconsumeerd in de Verenigde Staten, maar dit jaar trapt de

Amerikaanse overheid op de fiscale rem. De importtarieven blijken tegen de verwachtingen in niet alleen een methode om iemand tot de onderhandelingsstafel te dwingen, maar ook om inkomsten te genereren. In normaal Nederlands heet dit het verhogen van de belastingen. Daar blijft het niet bij. DOGE zorgt ervoor dat grote groepen ambtenaren eruit vliegen. Ook het immigratiebeleid raakt de eindvraag. Onder Scott Bessent moet het begrotingstekort dalen van meer dan 6% naar uiteindelijk 3%. De Amerikaanse overheid durft zelfs een recessie niet uit te sluiten. Deze fiscale rem in de VS wordt verkocht onder de noemer van eerst het zuur en daarna het zoet.

De grote vraag voor beleggers is nu of er een einde is gekomen aan de jarenlange underperformance van aandelen buiten de Verenigde Staten. De kansen daarop zijn door deze ontwikkelingen duidelijk toegenomen, maar toch blijft er nog genoeg te wensen over. De Europese arbeidsmarkt is niet flexibel. Europa is veel te genereus als welvaartsstaat en nog altijd zijn er nergens zo veel regels als in Europa. Naast het ruimere fiscale beleid moet Europa structureel de aanbodzijde van de economie stimuleren. Met een beetje geluk zorgen Trump en de Argentijnse Javier Milei, gesteund door het Draghi-rapport, voor zo'n verandering, maar met dergelijke hervormingen trek je meestal geen kiezers. De verandering wordt dit keer mogelijk gemaakt door de gecombineerde dreiging van Trump en Poetin. Verder draait alles om de dollar. De enige periode dat aandelen uit de eurozone beter presteerden dan Amerikaanse aandelen was tussen 2002 en 2008. Het was bovendien de dalende dollar versus de euro die deze outperformance kon verklaren. Mogelijk is een zwakkere dollar de komende jaren opnieuw een steun in de rug. Allemaal dankzij deze fiscale divergentie. ■



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

Diversify your portfolio with trade finance

The demand for trade finance continues to increase, despite a global shortage of financing to facilitate the deals. This shortfall has created an array of potentially high-yielding investment opportunities for providers with the right resources, analytical teams and banking connections. **Christopher McGinley**, Head of Trade Finance, outlines how Federated Hermes' approach to trade finance differs from peers, how the team navigate risks, and the wider benefits of the strategy.



What is trade finance?

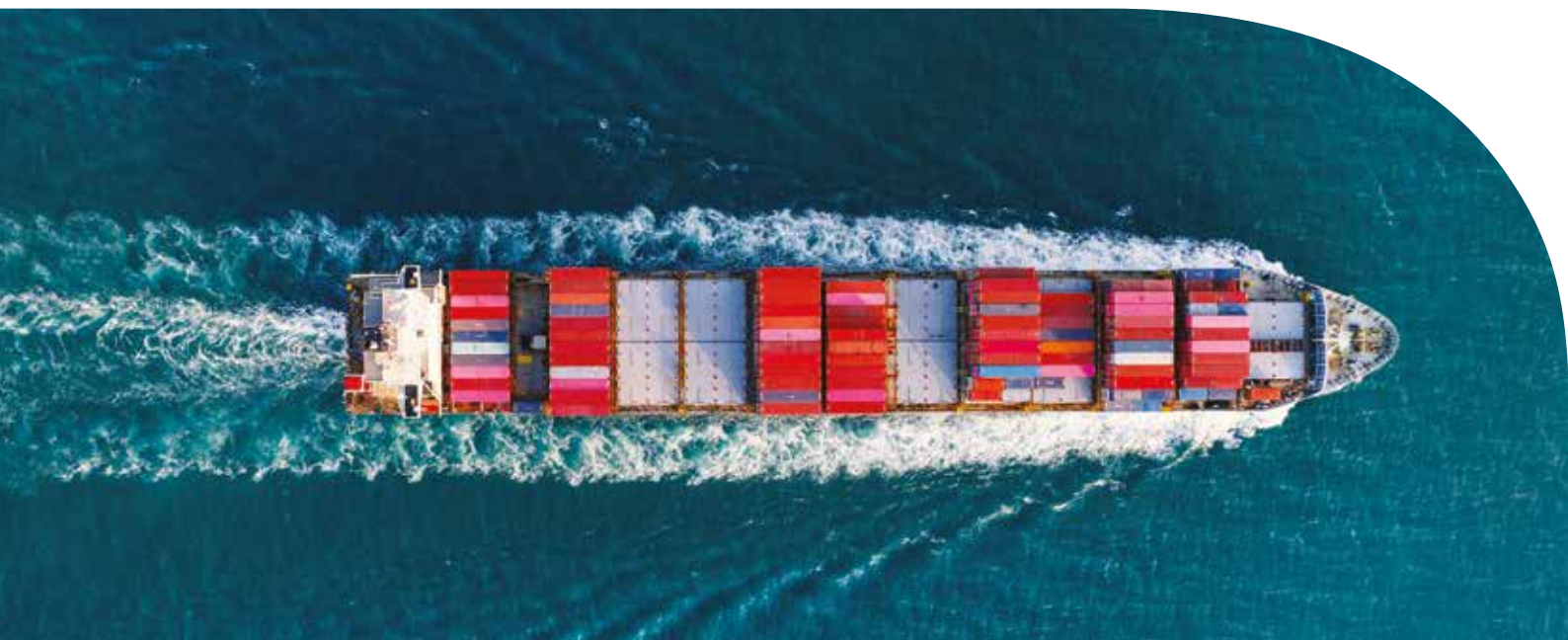
Trade finance can best be viewed of as a sub-set of the loan market. It is relatively short-term loans used to finance the physical flow of goods, using those goods as the primary source of collateral within the loan.

How is our approach to trade finance different?

The Federated Hermes approach to trade finance is different than what we see in the market, based upon two main factors. One is the type of loans that we're doing. We typically co-invest with banks in the very like large – I'd say 'bankable' – end of the trade finance market. So, within a corporate trade loan, our typical borrower is doing a US\$500m to US\$1.5bn loan. These are companies with an average US\$1bn-plus EBITDA and leverage ratios of one to maybe three times. So, these are large loans to big companies that have very healthy balance sheets.

The Federated Hermes approach to trade finance is different than what we see in the market, based upon two main factors.

The second key differentiator is diversification – and we take that very seriously. We diversify on multiple factors. One is just underlying borrower size and position size. Our typical position size will be under 1% of the portfolio. We diversify geographically, in regions and countries, by sector and subsector, and by the types of trade finance loan structures that we invest in. So, a lot of other trade finance products in the market are going to be concentrated on one specific part of the trade finance market, but we invest in both the supply-chain-finance-type of transactions, financial institution loans, corporate loans, a little bit of project finance and loans to sovereigns.





How does your strategy ensure a steady pipeline of top-tier deals?

We source deals from large global financial institutions, large banks, and development financial institutions (DFIs). Right now, we have about 40% of our transactions sourced from European banks, 30% from American banks, and the remainder from regional banks such as Japanese banks and African banks. What we are doing is we are partnering with banks in these trade finance transactions – for banks, this is an ‘originate-to-hold’ not an ‘originate-to-distribute’ model, it’s a primary business of commercial banks. They’re holding a significant portion of these loans on their balance sheets so that we are investing with them. We don’t see ourselves as a bank disintermediation product. We’re not taking the place of banks. We’re working with banks.

Both the art and science of analysing one of these transactions is to identify what are the risks inherent in this transaction and how can we mitigate those risks or hedge them to acceptable levels.

Right now, we have about

40% of our transactions sourced from European banks,

30% from American banks, and the remainder from regional banks such as Japanese banks and African banks.

How does the team navigate risks?

An interesting aspect of the trade finance market is that these are loans that facilitate the physical flow of goods. But what we’re lending to is a specific trade flow or asset conversion cycle not to a company for general corporate purposes. So, both the art and science of analysing one of these transactions is to identify what are the risks inherent in this transaction and how can we mitigate those risks or hedge them to acceptable levels. We look at risk on three different factors: credit risk, structure risk and macro risk. There are ways to mitigate risk – each one of those types of risk. However, because each transaction is a bespoke financing, there’s no typical way to do it. But all of those risks can be identified and mitigated by various techniques.

We look at risk on three different factors: credit risk, structure risk and macro risk.

What are the wider benefits of the strategy?

In the Western world, we often think of imported goods as luxury items. For the vast majority of the world, they’re the essential goods. It’s the energy that heats their home in the winter, it’s the food that they eat. So going as far back as the global financial crisis, a lot of the official community – the World Trade Organisation, the IMF – did a lot of studies that showed that the type of trade finance we are doing – the securitised, collateralised, risk mitigation, trade finance – were the types of transactions that kept these essential goods flowing around the world. So even though overall economic activity decreased, and overall trade flows decreased during the financial crisis, it was these types of transactions that kept those essential goods flowing. We saw the exact same type of relationship during the Covid-19 pandemic and the supply chain disruption it caused. So, again, it was this part of the trade finance market that kept these essential goods flowing around the world.

In the Western world, we often think of imported goods as luxury items. For the vast majority of the world, they’re the essential goods. It’s the energy that heats their home in the winter, it’s the food that they eat.

Learn more



Contact:

Thomas Dirkmaat
Director, Business Development, Benelux
Telephone: +31207931651
Email: Thomas.Dirkmaat@FederatedHermes.com
Federated Hermes Limited
Strawinskylaan 6, Amsterdam
1077 XZ Netherlands

For professional investors only. Capital at risk.

The value of investments and income from them may go down as well as up, and you may not get back the original amount invested.

The views and opinions contained herein are those of the author and may not necessarily represent views expressed or reflected in other communications. This does not constitute a solicitation or offer to any person to buy or sell any related securities or financial instruments.

Issued and approved by Hermes Investment Management Limited (“HIML”) which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered address: Sixth Floor, 150 Cheapside, London EC2V 6ET.

Distributed in the European Union (EU) by Hermes Fund Managers Ireland Limited (“HFML”) which is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland.

Aligning capital for sustainable impact through Blended Finance

Blended Finance strategically combines public, private, and philanthropic funds to bridge financing gaps for sustainable development. Don Gerritsen, Sander Oudmaijer, and Alicia Burke from Deloitte explore its structure, investment instruments, risk-return dynamics, and key target sectors.

Door Jolanda de Groot

What is Blended Finance and what is the specific role of public, private, and philanthropic funds in the financing structure?

Don Gerritsen: 'Blended Finance represents the strategic deployment of development finance to mobilize additional resources aimed at achieving the SDGs. This approach is particularly relevant for developing countries, where financing gaps often hinder progress. Public funds play a pivotal role by providing first-loss or catalytic capital, which absorbs initial risks and enhances the attractiveness of investments for private entities. Concurrently, private funds

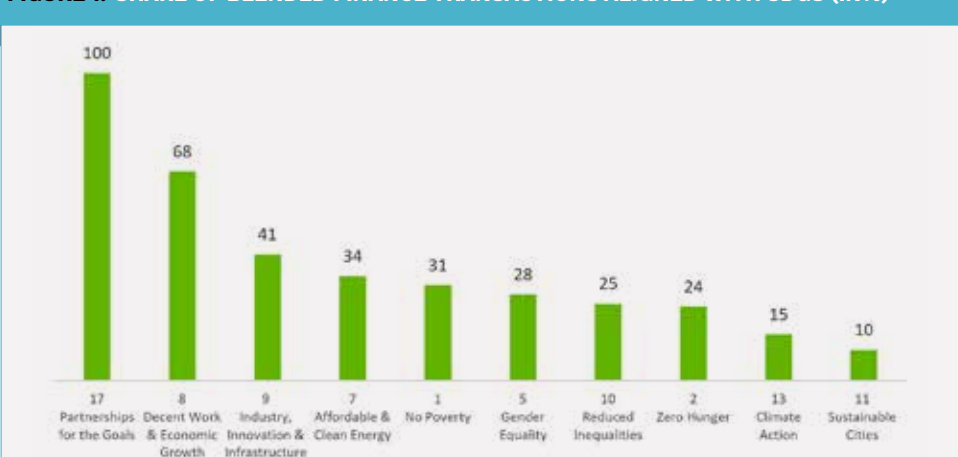
contribute equity or debt to pursue financial returns, while philanthropic contributions – often in the form of grants or concessional loans – support projects that may not yet be commercially viable. This synergistic combination of funding sources leverages additional investment effectively while addressing critical financing gaps. Engaging stakeholders, including local communities and governments, is essential to ensure that projects are designed and implemented effectively, reflecting the needs and expectations of the populations they aim to serve.'

What instruments are used in Blended Finance structures and where do institutional investors position this type of investment in their portfolio?

Sander Oudmaijer: 'In Blended Finance structures, various instruments are employed to ensure effective capital allocation:

- **Equity** provides ownership stakes in projects, allowing for potential high returns tied to the project's success.
- **Senior debt** is the most secure financing option, offering priority claims on cash flows.
- **Mezzanine debt** acts as higher-risk debt that may convert to equity, presenting higher returns.
- **Subordinated debt** offers another layer of risk and potential return.
- **Guarantees** are issued to reduce perceived risks for investors, making projects more attractive for private capital.
- **Grants and concessional loans** are vital for supporting projects that might not yet be commercially viable, facilitating their early-stage development.

FIGURE 1: SHARE OF BLENDED FINANCE TRANSACTIONS ALIGNED WITH SDGS (IN%)



Source: Convergence (2024). State of blended finance. Retrieved from: <https://www.convergence.finance/resource/state-of-blended-finance-2024/view>

Institutional investors typically integrate these investments into their impact investing strategies, aiming to achieve both financial returns and social or environmental impact. Furthermore, Blended Finance structures often incorporate various risk mitigation strategies, such as first-loss capital, to attract private investors. Instruments like guarantees and insurance can specifically mitigate the risks associated with investments in developing economies, thereby bolstering their appeal to private sector participants.'

What is the expected financial return and how is it balanced against impact objectives?

Alicia Burke: 'Expected financial returns in Blended Finance initiatives can vary considerably, reflecting the diverse risk profiles and investment structures involved. While equity investments may target higher returns, debt instruments generally offer more stable, lower returns. Achieving a balance between financial returns and targeted social impact is crucial; this allows for the coexistence of competitive financial outcomes alongside meaningful contributions to societal goals. Establishing robust metrics for both financial performance and social impact is essential for measuring progress towards the SDGs and ensuring that both objectives receive the attention they deserve.'

What impact objectives are being pursued? Are these aligned with international standards, such as the SDGs?

Gerritsen: 'Blended Finance initiatives pursue impact objectives that primarily focus on enhancing inclusion, climate resilience, and safety, particularly for marginalized communities. These objectives align closely with the SDGs, which stress the importance of equitable access to resources and opportunities. Innovative financing models, such as social impact bonds and green bonds, have emerged to support these initiatives, reinforcing their alignment with global sustainability priorities.'

Oudmaijer: 'Blended Finance funds often employ Technical Assistance (TA) mechanisms to ensure that both financial and non-financial goals are met. TA enhances the capacity of local stakeholders – such as government officials and project developers – through skills development

and training. It aids in project preparation by conducting feasibility studies and providing design support, which improves the bankability of projects.

Additionally, TA identifies and manages risks associated with climate adaptation and mitigation, ensuring effective risk mitigation strategies are in place. By establishing metrics for monitoring and evaluation, TA allows stakeholders to track progress efficiently.

Furthermore, it guides the development of policies and institutional frameworks that facilitate Blended Finance, fostering an enabling environment for investment. TA also promotes stakeholder engagement by building partnerships among local communities, NGOs, and the private sector, ensuring inclusive decision-making.

Ultimately, by enhancing project design and implementation, TA contributes to the sustainability and long-term success of Blended Finance initiatives.'

Which markets or sectors are targeted through these Blended Finance initiatives?

Burke: 'Blended Finance initiatives typically target several key sectors, particularly in emerging markets and developing economies:

- **Climate adaption:** Investments in climate resilience, including ecosystem restoration, and water management.
- **Digital Infrastructure:** Projects aimed at improving internet access and digital connectivity, especially in underserved regions.
- **Healthcare:** Initiatives that enhance access to essential medical services and technology.
- **Agriculture:** Support for sustainable agricultural practices, including financing for smallholder farmers.
- **Renewable Energy:** Investments aimed at transitioning to sustainable energy sources to mitigate climate change.
- **Education:** Programs that enhance educational opportunities through technology and infrastructure improvements.

In conclusion, Blended Finance serves as a powerful mechanism to mobilize diverse funding sources for sustainable development, aligning investments with the urgent goals of climate resilience and social equity while unlocking new opportunities for growth and impact.' ■



Don Gerritsen

Director, Monitor Deloitte, and Sustainable Investment Leader for EMEA, Deloitte



Sander Oudmaijer

Director, Monitor Deloitte



Alicia Burke

Consultant, Monitor Deloitte

SUMMARY

Blended Finance mobilizes public, private, and philanthropic funds for sustainable development.

It employs instruments like equity, debt, and guarantees.

Aims align with SDGs, focusing on sectors like digital infrastructure and healthcare.

Financial returns may vary greatly depending on investment structure and risk.

Europe, the next frontier in asset-based finance

Banks in Europe – much like those in the US – are stepping away from many types of lending. Driven in part by stricter regulatory requirements, the retreat is expanding the opportunity set in private asset-based finance, a \$ 6.3 trillion and growing market that provides much of the financing for the real economy.

By James Sackett

Loans are often underpinned by thousands of collateralized assets, from residential and commercial property to cars and personal healthcare expenses. When incorporated into investment portfolios, these assets typically offer steady and continuing interest income and may help investors diversify exposure to

direct corporate lending, a core private credit strategy that generates income through corporate cash flows.

Europe’s market is not as deep or standardized as its North American counterpart. Data quality, commercial dynamics, and cultural and legal landscapes differ by country and require differentiated solutions (see Figure 1).

The good news: market fragmentation creates inefficiencies, and informed investors and managers familiar with local jurisdictional nuances may be able to capitalize on them and potentially enhance returns.

Checking in on European consumers
There’s another bright side to the market’s fragmented nature: its complexity reduces competition and provides barriers to entry for less-established participants. But with euro-area growth sluggish, is now the time to lean into residential and consumer lending?

It’s a fair question – and one that also applies to the US market. But we think it misses the bigger picture: the lending landscape in Europe varies from country to country, and for investors with jurisdictional expertise, we think there are plenty of opportunities to uncover value across geography and asset types.

Conservative borrowers, stronger credit quality
Even in countries where economic growth has been slow or stagnant, residential and consumer asset performance has been strong throughout the economic cycle, with low levels of defaults across residential and consumer asset classes.

Also, European borrowers tend to be more conservative, with higher average credit scores than those of borrowers in the US. This may be partly because European borrowers with mid-level or low credit scores often borrow less than similar US borrowers.

FIGURE 1: A TALE OF TWO CONTINENTS - ASSET-BASED FINANCE MARKET

	North America	Europe
Size	\$3.6 trillion	\$1.2 trillion
Key Geographies	2	20+
Legal Regime	Relatively Standardized • Creditor friendly	Heterogeneous • Credit protections vary by asset class
Data Quality and Depth	High Quality • Strong historical data	Mixed • Lack of historical data • Less consistency across jurisdictions, asset classes
Capital-Market Penetration and Execution	High • Multiple issues across asset classes • Deep investor base • Consistent pricing	Low • Thinner supply, investor base • Differentiated structures • Inconsistent pricing
Specialty Finance Lenders	Highly Competitive • Scaled businesses with high origination volume • Specialization by asset class	Less Competitive • Smaller businesses, lower origination volume • More product innovation

Source: Integer Advisors and AllianceBernstein (AB), as of December 31, 2024

'We think there are plenty of opportunities to uncover value across geography and asset types.'

In our view, European loans' more conservative profiles and consistent performance create an attractive dynamic for investors. European asset classes may have a high degree of operational or underwriting complexity, but this often means they generate additional yield potential without a commensurate increase in risk.

The bottom line: investors in Europe typically get paid for the complexity of transactions, not the credit risk.

Navigating the market: tourists need not apply

But diverse legal regimes, data quality and cultural habits also make it easier to get things wrong. That makes asset-based finance one slice of Europe where it's not advisable to be a tourist. Deciding where to focus and how to approach each opportunity requires a strong grasp of jurisdictional differences. What works in the UK, Europe's deepest and most advanced market, may not work in Germany. And it's possible that neither approach will work in the Netherlands.

In some countries, for example, it can take as long as a decade before a lender is able to take possession of a residential property once a borrower defaults. This makes investment expertise across jurisdictions, loan originators and asset classes essential – and it's something that US-only investors may lack.

Mapping the opportunity in Europe

The ability to invest across asset classes and sectors is important, too. That's different from the US, where a deeper market makes it easier to specialize. In our view, blending exposure to residential, commercial and consumer debt may afford the best chance of generating stable and consistent returns.

For example, banks in many countries are years behind their US counterparts in exiting portfolios of residential loans where borrowers have been delinquent or in default but have since restarted payments. But regulators' capital charges are more punitive in Europe, and high interest rates are adding to borrowers' stress. This is creating opportunities for private investors to acquire, modify and service these assets.

Other opportunities across countries and asset types may include:

- Residential development loans in countries with structural housing shortages, such as the UK, Netherlands, and Ireland.
- Small and mid-sized commercial mortgage loans that carry punitive capital charges for banks.
- Point-of-sale loans to finance critical healthcare services, such as replacement dental surgery. Many national health systems struggle with staff shortages, patient backlogs and inadequate funding.

In these cases and others, strong loan sourcing and underwriting capabilities are essential. Doing both well requires analyzing nonbank loan platforms and originators' lending activity and underwriting philosophy. Take healthcare: does the provider subsidize the cost of financing for the treatment to make it more affordable? If so, that may increase treatment volume and raise the quality of the loans.

From a big-picture perspective, an increasingly restrictive regulatory environment on both sides of the Atlantic suggests that nonbank lending growth will persist. The euro area may benefit from increased fiscal spending on infrastructure and defense while tariffs and other policies in the US are raising concerns about stagflation and growth. In our view, a global approach gives investors the best chance of boosting return potential and credit diversification. ■

Disclaimer

For Investment Professional use only. Not for inspection by, distribution or quotation to the general public. The value of an investment can go down as well as up and investors may not get back the full amount they invested. Capital is at risk. Past performance does not guarantee future results. The views expressed herein do not constitute research, investment advice or trade recommendations, do not necessarily represent the views of all AB portfolio-management teams, and are subject to revision over time. The views expressed herein may change at any time after the date of this publication. AllianceBernstein L.P. does not provide tax, legal or accounting advice. It does not take an investor's personal investment objectives or financial situation into account; investors should discuss their individual circumstances with appropriate professionals before making any decisions. This information does not constitute investment advice and should not be construed as sales or marketing material or an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument, product or service sponsored by AB or its affiliates. References to specific securities are provided solely in the context of the analysis presented and are not to be considered recommendations by AllianceBernstein. AllianceBernstein and its affiliates may have positions in, and may effect transactions in, the markets, industry sectors and companies described herein. The information contained here reflects the views of AllianceBernstein L.P. or its affiliates and sources it believes are reliable as of the date of this publication. AllianceBernstein L.P. makes no representations or warranties concerning the accuracy of any data. There is no guarantee that any projection, forecast or opinion in this material will be realized. This information is provided by AllianceBernstein (Luxembourg) S.à r.l. Société à responsabilité limitée, R.C.S. Luxembourg B 34 305, 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg. Authorised in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). The [A/B] logo and AllianceBernstein® are registered trademarks used by permission of the owner, AllianceBernstein L.P. © 2025 AllianceBernstein L.P.



James Sackett

Principal, AB CarVal

SUMMARY

European banks are reducing lending due to stricter regulations, creating growth opportunities in private asset-based finance.

Asset-backed loans provide steady income and diversification.

Europe's fragmented market offers inefficiencies that savvy investors can capitalize on.

European borrowers have conservative profiles and strong credit quality.

Expertise across jurisdictions is essential due to varying legal systems.

Opportunities exist in residential, commercial, and consumer debt, especially in housing, healthcare, and small commercial loans.

Driving transition through private debt

Transition investing drives economy-wide sustainability by funding companies committed to greener practices. Unlike impact investing, it accelerates decarbonisation and long-term value creation without sacrificing returns. Tikehau Capital's Vincent Lemaitre and Lindee Wong explain how it works.

By our editorial team

How do you define transition investing?

Vincent Lemaitre: 'Transition investing aims to finance companies that are committed to aligning their operations and business model with sustainable development objectives. Unlike impact investing, which focuses on entities providing solutions to tackle specific sustainability challenges, transition investing is an economy-wide approach, not limited to particular sectors.'

In impact investing, we look for businesses creating products and services that generate positive environmental or social outcomes – like improving energy efficiency, health-care access, or supporting biodiversity.

With transition investing, we drive the shift towards sustainability across the economy. At Tikehau Capital, our transition strategy currently prioritises decarbonisation. We aim to support our private debt portfolio in line with the Paris Agreement objectives by deploying sustainability-linked loans. These are legally-binding commitments, requiring companies to set and achieve decarbonisation trajectories aligned with science.

'To source deals effectively, we actively engage with advisers and industry networks, establishing ourselves as a go-to partner.'

Transition and impact strategies are complementary: impact investing supports innovation, scalability, and the adaptation of businesses, while transition investing works with the broader market towards net zero and a green economy. Together, they tackle different parts of the climate challenge and strengthen the overall transition to a sustainable economy.'

How do you select investments for impact and transition strategies and how do you encourage portfolio companies to achieve their impact objectives?

Lemaitre: 'At Tikehau Capital, we take a firm-wide approach to sourcing impact and transition investments. Every member of our investment team is responsible for identifying potential deals that align with our impact and transition goals.'

To source deals effectively, we actively engage with advisers and industry networks, establishing ourselves as a go-to partner. Our team is engaged with the Private Debt Advisory Committee of UN-PRI, for example, or advocacy groups such as the Impact Working Group of the Sustainable Finance Institute, which helps us to stay connected with companies that share our vision for sustainable transformation. By participating in industry initiatives and staying close to evolving strategies, we keep a finger on the pulse of the broader impact ecosystem.

Then, once we have invested, our role goes beyond financing. Many of our portfolio companies are SMEs that may lack the internal resources or expertise to execute a full-scale transition or impact strategy. We step in to support these companies by sharing our ESG expertise and network, helping them develop actionable climate goals and navigate the complexities of sustainable transformation. This hands-on support serves as a compelling incentive for companies to partner with us, as it accelerates their journey towards meaningful impact.

In addition, we have our own tools to set and monitor financed companies' annual commitments. These tools enable us to track progress with external oversight and adjust loan margins based on whether portfolio companies have met their targets, aligning financial incentives with sustainability goals. As of September 2024, 67% of our transactions included a

sustainability-linked loan mechanism aligned to Science Based Targets (SBTs).

For some of our investments, we also convene annual or semi-annual meetings with company management and sustainability experts to provide knowledge, insights and sector-specific guidance, reinforcing their capacity to make impactful decisions.

At Tikehau Capital, we aim to make companies more impactful throughout our investment period. By the time a company exits our portfolio, our goal is for it to have significantly advanced its sustainability journey, creating lasting value for both the company and the wider community.'

Impact investing strategies can target a range of sustainability issues, whereas transition investing generally focuses on decarbonisation. Why?

Lindee Wong: 'The focus of transition strategies has generally been on decarbonisation, as there is a well-defined long-term trajectory to achieve – guided by the Paris Agreement and scientific consensus. Significant progress has also been made in setting policies and creating actionable roadmaps, meaning that the steps that most companies need to take to decarbonise are now largely well understood.

Other environmental issues, like nature and biodiversity, lack this level of maturity. For example, while the Montreal-Kunming Global Biodiversity Framework set ambitious goals in 2022, frameworks for target setting are relatively nascent.

The Science Based Targets Network is beginning to create frameworks for environmental issues beyond carbon, such as freshwater withdrawal and land use change, but these are still in the early stages. As these frameworks develop, we anticipate that transition investing could eventually broaden to include more environmental priorities.'

Can transition investing also support social objectives?

Wong: 'Transition investing should also support specific social objectives. However, similar to environmental objectives, there are challenges in establishing credible milestones and clear pathways to achieve long-term social outcomes, like closing the gender pay gap. Social frameworks are in the early stages. The EU's

2022 social taxonomy proposal has stalled, while the Taskforce on Inequality and Social-related Financial Disclosures launched in 2024 is working on a reporting framework on social issues.

Despite this, we are setting social KPIs for our portfolio companies. We also note that low-carbon investments indirectly advance social goals by mitigating climate change impacts. Furthermore, the low-carbon transition promotes job creation, with 33 million people globally employed in the clean energy, significantly more than in fossil fuels. Clean energy investment needs to increase substantially, and there is a diversification in clean energy supply chains due to geopolitical changes. These developments present job creation opportunities worldwide to support a more sustainable future.'

How can impact and transition investing create long-term value for investors?

Lemaitre: 'First and foremost, it is important to emphasise that we do not pursue impact or transition investing at the expense of overall fund performance. Our conviction is that, to be sustainable in the long term, these strategies must not result in reduced returns.

Impact investing may have once been perceived as less profitable, often due to earlier strategies that provided lower-cost financing to companies. However, that is no longer the case. Today, these strategies align with market demands and offer returns comparable to traditional investments.

These investment dynamics are generating new investment opportunities linked to the low-carbon transition. We aim to create long-term value for investors by aligning business models with a transitioning economy.

By supporting companies in adopting sustainable practices, we aim to position them for resilience and growth in new directions. This, in turn, makes them more attractive to clients and employees, which supports overall credit performance. Each of these factors contributes to value creation for our investors.' ■

Important notice:

This publication is intended as a marketing instrument and does not satisfy the statutory requirements regarding the impartiality of a financial analysis. This document is not an offer of securities for sale or investment advisory services. This document contains general information only and is not intended to represent general or specific investment advice. Past performance is not a reliable indicator of future results and targets are not guaranteed.



Vincent Lemaitre

Head of ESG for Private Debt & Tactical Strategies, Tikehau Capital



Lindee Wong

Director of Climate & Biodiversity, Tikehau Capital

SUMMARY

Transition investing funds companies are shifting towards sustainable business models, focusing on decarbonisation and economy-wide impact.

Tikehau Capital's approach includes sustainability-linked loans, ESG expertise, and financial incentives to drive change.

Impact investing targets specific sustainability issues, whereas transition investing supports broad market shifts.

Decarbonisation priority is due to clear frameworks, though future expansion to biodiversity and social issues is expected.

Tikehau Capital's strategies align with market trends, ensuring competitive returns while driving sustainability.

Beyond financing: the rise of direct lenders as catalysts for impact

As we navigate an era defined by unprecedented environmental, technological, and geopolitical shifts, financial players play a pivotal role in shaping a more resilient and sustainable economy.

By *Aurore Gauffre*

Financing companies that contribute directly to the SDGs with their products or services remains critical, as is the ability to actively support traditional businesses in their transformation. In this context, direct lenders, by structuring flexible financing solutions and engaging deeply with portfolio companies, have the potential to drive meaningful impact.

Choosing an impact investment approach

Impact finance is an investment strategy aimed at generating measurable positive social or environmental outcomes while achieving financial returns. Since no standardised regulatory framework exists, its definition depends on market practices and the investor's chosen methodology. However, three core prin-

ciples are commonly recognised:

- **Intentionality:** a clear commitment to achieving non-financial benefits.
- **Measurement:** a systematic approach to tracking progress.
- **Additionality:** the investor's direct contribution to creating the targeted impact.

Two complementary approaches exist within impact finance. The first is the 'aligned' approach, which focuses on investing in companies that already generate a significant portion of their revenues from sustainable products and services, helping them grow their activity and positive impact. The second is the 'transformational' approach, which involves supporting conventional businesses in their transition toward sustainable models.

The advantage for direct lenders

As investors in mid-sized companies, direct lenders often hold a significant share of a company's debt – sometimes the entire debt – through 'unitranche financing'. This gives them a unique position based on direct relationships with the company and an influential role in governance, such as holding an observant board position.

Direct lenders can leverage two aspects of their unique position to drive impact, especially transformational impact. The first is structuring tailored financing and documentation by embedding sustainability-linked mechanisms, aligning financial incentives with sustainability performance. The second is providing operational and strategic support by engaging in-depth with management teams and offering expertise in sustainability strategy and implementation.

Structuring tailored financing and documentation

Sustainability-linked debt is a loan or bond where financial conditions, particularly interest margins, are adjusted based on the borrower's achievement of specific Sustainability Performance Targets (SPTs). If the borrower meets these targets, they benefit from a reduction in the interest margin (usually around 10-15bps). Conversely, failure to meet them may lead to an increase in the margin. Common SPTs include reducing carbon emissions or improving diversity within governance bodies.

Initially, when sustainability-

linked loans emerged in the private market in 2019, these adjustments were only downward. However, they are increasingly bidirectional, reinforcing alignment between the company and its ESG objectives. An impact lender structures the loan mechanism in line with its theory of change, ensuring the financial benefit of achieving sustainability targets offsets implementation costs. Additionally, lenders may negotiate specific contractual clauses committing the company to an ESG roadmap, knowing that non-compliance does not instantly trigger early repayment.

An impact lender can offer substantial margin reductions, up to 1%, with symmetrical increases. Their ability to provide such incentives is key to demonstrating intentionality and additionality in transformational impact approaches. Accepting such an interest rate structure reflects a company's commitment to an impact-driven business plan.

Providing operational and strategic support

Beyond pricing mechanisms, impact lenders can offer strategic and operational support to implement sustainability initiatives. This includes assisting portfolio companies in navigating regulatory frameworks, adapting business models to the green transition, fulfilling client requirements such as ESG reporting, and developing best-in-class responsible employer practices focused on talent attraction and retention.

Impact direct lenders can rely on internal operating partners dedicated to

‘As investors in mid-sized companies, direct lenders often hold a significant share of a company’s debt – sometimes the entire debt – through ‘unitranche financing.’

sustainability. These experts provide broad sustainability support and connections to external providers for specific sustainability actions – such as solar panel installations, Green PPA agreements and CSR manager recruitment. This centralised approach enhances efficiency, pricing, and oversight. Furthermore, in cases where private equity sponsors lack ESG maturity, the company’s management increasingly depends on the direct lender for sustainability guidance.

Leading to better risk management

Evidence increasingly shows that ESG improvements drive long-term value creation and better risk management. Benefits include new revenue streams from sustainability products and services, lower employee turnover, enhanced energy efficiency, and other cost savings improving EBITDA.

For example, Eurogerm, an agri-food group specialising in wheat-flour-bread, partnered with Artemid for an impact loan supporting its decarbonisation strategy aligned with the Paris Agreement. By implementing operational levers to reduce emissions, Eurogerm developed an innovative low-carbon brioche in 2024, achieving

a 50% carbon reduction compared to standard products and a new revenue stream.

Additionally, ESG integration strengthens lender relationships with portfolio companies by engaging on sustainability topics with mid-level management, enabling access to information, early risk detection and reputational risk mitigation.

Documenting intentionality

The common practice for Impact and Article 9 fund managers is to demonstrate their intentionality by implementing enhanced governance mechanisms and alignment of interests within the fund documentation.

- Governance mechanisms: setting up a dedicated ad hoc committee comprising fund investors and external experts ensures proper monitoring and evaluation of impact or sustainability objectives. If objectives are not met, the committee may require corrective actions, such as engagement with company leadership, additional financing, or, as a last resort, initiating a divestment process.
- Alignment of interests: a portion of the fund’s carried interest or performance fees can be tied

to achieving impact objectives, ensuring full mobilisation of the investment team towards both financial and extra-financial goals.

A unique role to deliver impact

Direct lenders are uniquely positioned to drive meaningful impact by integrating sustainability into their financing strategies and governance influence. By structuring tailored financial incentives, offering operational support, and aligning stakeholder interests, they can accelerate the transition to more sustainable business models. Their role goes beyond financing; it is about fostering long-term value creation and risk management. As impact finance continues to evolve, direct lenders have the opportunity to become key enablers of transformational change in the global economy. ■



Aurore Gauffre

Head of Sustainability and Impact, CAPZA (part of AXA IM Alts)

Disclaimer

Not for Retail distribution: This marketing communication is intended exclusively for Professional, Institutional or Wholesale Clients / Investors only, as defined by applicable local laws and regulation. Circulation must be restricted accordingly.

This document is for informational purposes only and does not constitute investment research or financial analysis relating to transactions in financial instruments as per MIF Directive (2014/65/EU), nor does it constitute on the part of AXA Investment Managers or its affiliated companies an offer to buy or sell any investments, products or services, and should not be considered as solicitation or investment, legal or tax advice, a recommendation for an investment strategy or a personalized recommendation to buy or sell securities. It has been established on the basis of data, projections, forecasts, anticipations and hypothesis which are subjective. Its analysis and conclusions are the expression of an opinion, based on available data at a specific date.

All information in this document is established on data made public by official providers of economic and market statistics. AXA Investment Managers disclaims any and all liability relating to a decision based on or for reliance on this document. All exhibits included in this document, unless stated otherwise, are as of the publication date of this document. Furthermore, due to the subjective nature of these opinions and analysis, these data, projections, forecasts, anticipations, hypothesis, etc. are not necessary used or followed by AXA IM’s portfolio management teams or its affiliates, who may act based on their own opinions. Any reproduction of this information, in whole or in part is, unless otherwise authorised by AXA IM, prohibited.

Issued by AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS, a company incorporated under the laws of France, having its registered office located at Tour Majunga, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 353 534 506, and a Portfolio Management Company, holder of AMF approval no. GP 92-08, issued on 7 April 1992. In other jurisdictions, this document is issued by AXA Investment Managers SA’s affiliates in those countries.

SUMMARY

Direct lenders can create meaningful impact by structuring flexible financing solutions and actively engaging with portfolio companies.

Linking financial incentives (positive and negative) to sustainability performance targets is a key way for lenders to enhance impact and financial returns.

Beyond pricing mechanisms, lenders can provide strategic support to implement sustainability initiatives – from supporting best-in-class responsible employer practices to R&D for sustainable innovation or negotiating green power purchase agreements.

Fixed income solutions for biodiversity investing

While climate change mitigation has captured the focus of fixed income in recent years, eyes are now turning to biodiversity and how to incorporate it.

By Isobel Edwards

The Convention on Biological Diversity¹ defines biodiversity as 'the variability among living organisms from all sources'. Climate change has caused the loss of local species, increased diseases, and driven mass mortality of plants and animals, resulting in the first climate-driven extinctions. When human activities produce greenhouse gases, around half of the emissions remain in the atmosphere, while the other half is absorbed by the land and the ocean. These ecosystems – and the biodiversity they contain – are natural carbon sinks, providing so-called nature-based solutions to climate change.²

'Closing the nature financing gap requires innovative financial instruments such as green debt products and mechanisms to mobilize private sector resources effectively.'



Current biodiversity financing landscape

There is a significant gap for nature financing. Currently, the annual investment in nature is approximately \$ 133 billion, primarily from public sources.³ To meet global biodiversity, climate, and land degradation targets, it is estimated that investments need to triple by 2030 and increase four-fold by 2050.³ This indicates a substantial shortfall that needs to be addressed through increased funding from public as well as private sectors.

Closing the gap requires innovative financial instruments such as green debt products and mechanisms to mobilize private sector resources effectively.⁴ The green bond market has been focused so far on climate mitigation, although bonds which incorporate biodiversity-related use-of-proceeds are increasingly available. The need for increased investment in these areas, especially in the corporate bond market, is urgent. The global market in biodiversity-focused bonds currently stands at € 675 billion.⁵ Most

corporate issuers utilize a combined approach of issuing use-of-proceeds and unlabelled bonds for biodiversity initiatives while SSA issuers tend to have more use-of-proceeds bonds focusing on biodiversity.⁵

Europe is leading the way in issuing biodiversity-related bonds, as it does in the markets for labelled bonds, with North America in second place. This ranking is reflected in the currency composition of the market: euro-denominated bonds account for the largest share at 70%, followed by the US dollar at 14%. Nearly all these bonds are investment grade, with the AA rating being the most prevalent at 46% of the market.⁵

Biodiversity-focused use-of-proceeds bonds are on the rise. While only 5% of labelled bonds issued in 2020 listed biodiversity conservation as a use-of-proceeds in their legal documentation, this figure tripled to 16% in 2023.⁶

Building a portfolio

In our view, a combination of use-of-proceeds and

'A fundamental challenge facing fixed income investors in biodiversity is identifying bonds that support relevant projects and activities.'

conventional bonds also allows investors to build a diversified biodiversity-focused portfolio with a risk-return profile comparable to that of a standard corporate-bond portfolio. A fundamental challenge facing fixed income investors in biodiversity is identifying bonds that support relevant projects and activities such as protecting ecosystems and reducing the consumption of natural resources. Labelled sustainable bonds simplify this task by listing the projects eligible for financing in bond documents and issuance frameworks. Finding suitable conventional bonds requires in-depth knowledge of companies' operations and revenue streams.

A targeted biodiversity approach: minimizing risk, enhancing contribution, and engagement

With the struggles of biodiversity investing in mind, we developed an approach based on three core concepts. Firstly, to incorporate the low-biodiversity risk approach by starting with a low-biodiversity risk universe where, for example, the biodiversity PAI violators, the negative biodiversity SDG contributions, the biodiversity controversies, and the high-impact sectors are excluded. Next, from that low-risk universe, we want to find the active contributions towards biodiversity. That

active contribution can be made either through the green, social and sustainable use-of-proceeds bonds such as those that are including afforestation use-of-proceeds or land and aquatic conservation projects. Or it can be made through the revenues of vanilla bond issuers that are naturally inclined towards reducing the main biodiversity loss drivers such as pollution-focused companies in the waste management sector. The main biodiversity loss drivers are land-use change, climate change, pollution, natural resource use and exploitation, and invasive species⁷.

The final and arguably most important part of our biodiversity approach is engagement. To support companies with their actions on nature, the Biodiversity Engagement Framework is developed. Harmonized with other existing initiatives such as TNFD, CDP, SBTN and Nature Strategy Handbook, the framework consists of six pillars: Ambition, Assessment, Targets, Implementation, Governance and Engagement. It looks at the entity level and helps identify each business readiness for their respective nature-positive journey. Furthermore, our existing green, social and impact bond research analysis team will leverage tools like the Exploring Natural Capital Opportunities, Risks, and Exposure (ENCORE) tool

and undertake engagements with issuers who have high or very high impacts and dependencies on biodiversity to discuss mitigative, regenerative, adaptive and transformative actions that the issuer is taking or can take, and discuss what the most relevant metrics are for the issuer depending on their sector such as mean species abundance. Our engagement efforts seek to advance the climate transition and inclusive growth⁸ and this targeted biodiversity-engagement approach seeks to improve the biodiversity data-transparency, monitoring and disclosures in the issuers on the green, social and sustainability bonds market as well as the vanilla bond markets. ■



Isobel Edwards

VP, Global Head of Green, Social, and Impact Bond Research, Goldman Sachs Asset Management

- <https://www.eea.europa.eu/publications/92-9167-077-4/download#:~:text=The%20Convention%20on%20Biological%20Diversity,between%20species%20and%20of%20ecosystems.>
- <https://www.un.org/en/climatechange/science/climate-issues/biodiversity#:~:text=How%20is%20climate%20change%20affecting,of%20all%20life%2Dfree%20land.>
- https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/41333/state_finance_nature.pdf?sequence=3
- <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2024/06/Nature-finance-overview.pdf>
- Goldman Sachs Asset Management, Bloomberg. As of January 31, 2025.
- "Biodiversity in ESG: State of the Sustainable Finance Market," Sustainable Fitch. As of October 9, 2023.
- <https://www.ipbes.net/models-drivers-biodiversity-ecosystem-change>
- <https://am.gs.com/public-assets/documents/e2ad75db-7b55-11ef-9221-539e739947b3>

Important Information

This marketing communication is disseminated by Goldman Sachs Asset Management B.V., ("GSAM BV"). GSAM BV is authorised and regulated by the Dutch Authority for the Financial Markets (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, The Netherlands) as an alternative investment fund manager ("AIFM") as well as a manager of undertakings for collective investment in transferable securities ("UCITS"). Under its licence as an AIFM, the Manager is authorized to provide the investment services of (i) reception and transmission of orders in financial instruments; (ii) portfolio management; and (iii) investment advice. Under its licence as a manager of UCITS, the Manager is authorized to provide the investment services of (i) portfolio management; and (ii) investment advice. Information about investor rights and collective redress mechanisms are available on www.gsam.com/responsible-investing (section Policies & Governance). Capital is at risk. Any claims arising out of or in connection with the terms and conditions of this disclaimer are governed by Dutch law.

No part of this material may, without GSAM's prior written consent, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person that is not an employee, officer, director, or authorized agent of the recipient. 415607-OTU-2229058

SUMMARY

Biodiversity loss is driven by climate change and impacts ecosystems that act as natural carbon sinks.

Annual nature investment needs to triple by 2030 and quadruple by 2050, which requires innovative financial solutions.

Biodiversity-focused bonds are increasing, with Europe leading and investment grade ratings dominating.

Combining use-of-proceeds and conventional bonds helps build a balanced, biodiversity-focused portfolio.

Excluding high-risk sectors, investing in conservation projects, and engaging with issuers can help improve biodiversity practices.

Navigating the tipping points of biodiversity loss

Biodiversity loss isn't just an environmental issue, it's a financial risk, says Robert-Alexandre Poujade, ESG Analyst and Biodiversity Lead at BNP Paribas Asset Management. Financial Investigator spoke with him about key tipping points, their investment implications, and how investors can integrate biodiversity risks into their decision-making.

By Esther Waal

What are the critical tipping points in relation to biodiversity loss? And how might these impact investments?

'The planetary boundaries remind us that we should think about our investments in the context of the Earth system. Out of the 25 Earth tipping points identified in the latest Global Tipping Points report released at COP28 in 2023¹, 16 biosphere tipping points are directly connected to biodiversity loss: forest dieback – with the Amazon as a textbook example – savanna

and dryland degradation, lake eutrophication, die-off of coral reefs, mangroves and seagrass meadows, and fishery collapse.

Since the adoption of the Global Biodiversity Framework (GBF) at COP15 of the Convention on Biological Diversity (CBD) in Montreal in December 2022, we have seen an increase in awareness of the potential economic implications of biodiversity loss among governments and businesses.

A recent World Bank study² found that, in a worst-case scenario of partial ecosystem collapse, Malaysia could experience a 6% GDP annual loss by 2030 compared to a baseline scenario. For example, we know that changing rain patterns are affecting water availability for humans, agriculture or hydroelectricity.

As a global investor, we are ultimately exposed to all the economic consequences linked to the change of dynamics of the planet.'

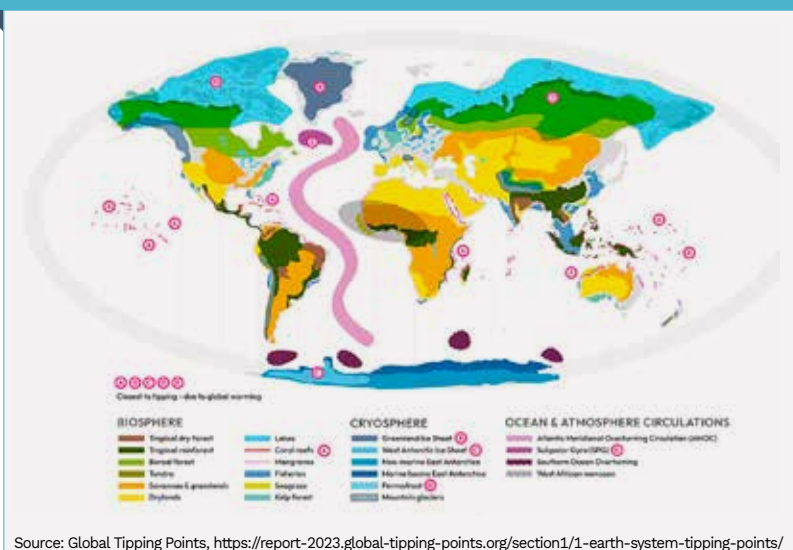
How can investors address and incorporate tipping points related to biodiversity loss into scenario analyses for investment portfolios?

'Investors need to be aware of these tipping points to better understand the investment trade-offs to make when considering other dimensions than just carbon for example. Think about large scale hydro. It is a good way to produce low-carbon electricity, but what about its impacts on terrestrial and aquatic biodiversity?

This is why we first look for macro-level guidance and scenario analysis from the Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) and the Network for Greening the Financial System (NGFS). For example, the NGFS recently released its framework for nature showing how systemic risk affects financial stability with two interesting illustrative cases, the Colorado River Basin in North America and the Amazon Rainforest in South America. We can then try to map our exposure to these areas to better understand potential impacts for our portfolios.

When it comes to analysing how corporates are themselves taking into account these dynamics, there are also obvious links to the Science Based Targets Network's ongoing work on freshwater, land, ocean and biodiversity.'

FIGURE 1: PARTS OF THE EARTH SYSTEM IDENTIFIED AS FEATURING TIPPING POINTS



Source: Global Tipping Points, <https://report-2023.global-tipping-points.org/section1/1-earth-system-tipping-points/>

‘Addressing biodiversity loss as an investor requires at the same time modesty and ambition.’

In scenarios analysing the impact of climate change and biodiversity loss on investment portfolios, how can double counting of impacts – such as those on agriculture – be avoided?

‘We are more concerned of investors and companies avoiding analysing the impact of biodiversity loss on their portfolios and businesses, rather than any double counting issues. We mentioned the increased awareness on biodiversity loss in the private sector, but the reality is that the available data resulting from current macro scenario and corporate disclosure is heavily tilted only on how the economy can reach net zero by 2050.’

To what extent are transition risks related to biodiversity loss significant for investment portfolios? How to value these risks?

‘We’ve taken a sector approach to value these risks to better reflect double materiality. But since location and supply chain data is usually only partially available, we are aware that we need to progress in our understanding of our potential exposure to biodiversity loss. Today, we use proxies from our data providers and estimates from our own research, which are initial steps to assess transition risks related to biodiversity loss. For example, in our own analysis³, we compared the projected rate of decrease of our corporate holdings potential deforestation and conversion of natural ecosystems to the required rate as embedded in the ‘Inevitable Policy Response (IPR) Forecast Policy Scenario (FPS) + Nature’ scenario⁴.’

How can investors address the challenges and risks of using multiple data providers when measuring the impact of biodiversity loss on their portfolios?

‘Our strategy is to combine the best available biodiversity data to meet what our clients need. These needs (such as repor-

ting and decision-making) differ from one asset class to another (such as listed corporates, private assets, and sovereign). For example, for our Responsible Business Conduct screening of palm oil or wood pulp, we use ZSL SPOTT that provides policies, programs, and impact indicators. For our mandatory disclosures as per French article 29 regulation, we use Iceberg Data Lab Coverage which covers approximately 75% of our investment in corporates and approximately 94% in sovereigns for our Europe perimeter. For project-level analysis, such as mining, infrastructure or real estate, we have embedded a protected area screen using IBAT based on proximity, given we usually have access to the GPS coordinates of the project that we consider for investment.’

What are the key lessons from your Biodiversity Roadmap since its launch in 2021?

‘Addressing biodiversity loss as an investor requires at the same time modesty and ambition. This is why we’ve launched a specific strategy with clear objectives⁵ by 2025, leveraging on significant resources, ranging from company screening, sector deep-dives, or stewardship efforts.

This strategy can only be implemented through collaboration with several partners to ensure a scientific and empirical foundation for the transition, either on data with Naturalis, on standards with Partnership for Biodiversity Accounting Financials (PBAF), or with Capitals Coalitions.

We also value our continuous dialogue with our clients, who expect us to increase our range of biodiversity-related strategies across listed and private assets, while also supporting the transition to a less harmful economy for biodiversity.

Educating our workforce has been identified as one of the biggest levers to drive change within our organisation. We already embed biodiversity considerations, but it is a long journey. Our next step is to move from a biodiversity-aware mindset to a biodiversity-protection attitude from all our employees in their professional activity.’ ■



Robert-Alexandre Poujade

ESG Analyst and Biodiversity Lead,
BNP Paribas Asset Management

SUMMARY

16 biosphere crises, including forest dieback, coral reef loss, fishery collapse, are currently impacting economies.

TNFD, NGFS, and corporate analysis can be used to assess risks.

Avoiding analysing the impact of biodiversity loss on portfolios and businesses is a bigger issue than double counting the impact.

A sector-based approach helps to improve data quality.

Investors can combine sources like ZSL SPOTT, Iceberg Data Lab, IBAT to combat data challenges.

Partnerships, and workforce education are part of the efforts to address biodiversity loss, in addition to company screening, sector deep-dives, and stewardship efforts.

- <https://report-2023.global-tipping-points.org/section/1-earth-system-tipping-points/>
- <https://documents1.worldbank.org/curated/en/0993315003142232466/pdf/P175462094e4c80c30add50b4ef0fa7301e.pdf>
- <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/3F133AE1-6792-438F-8786-2D3C39D04D35>
- <https://www.unpri.org/inevitable-policy-response/ipr-forecast-policy-scenario--nature/10966.article>
- <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/5a588f17-f044-4b52-bd2c-9d4921b08bad>

Applying a child-lens to investing

Why should we apply a child-lens to investing? And, equally important, how should we do that?

By Sjoerd Rozing

Children are our future – future consumers, workers, innovators, and caregivers. Yet, despite their significance, their interests are overlooked in economic and financial decision-making. Our short-term focus contributes to many of today's most pressing global challenges, including climate change, biodiversity loss and economic inequality.

Neglecting long-term thinking harms children and future generations, leaving them to deal with the consequences of our actions. As investors, we have the opportunity – and the responsibility – to adopt a forward-looking approach. Applying a child-lens to investment decisions is one way to do so.

'Investing in child-centric impact themes can create a resilient and diversified portfolio that is less susceptible to short-term macroeconomic fluctuations.'



How to apply a child-lens to investing

To bring the concept to life, let's start with a thought experiment: picture the world you want future generations to inherit. What do you envision? Thriving rain-forests? Unspoiled coral reefs? Animals not facing extinction? If so, environmental sustainability is a key priority. But perhaps you also envision a world where children have access to healthy and nutritious food, and to quality education and adequate healthcare. These are urgent challenges that children already face today.

We have developed a strategy, the Future Generations strategy, that is structured around both long-term sustainability goals as

defined in the UN SDGs and immediate needs, using the goals from UNICEF's strategic plan (see Figure 1) as a guiding framework.

There are five key areas where investors can make a tangible impact. These areas offer many investment opportunities that contribute to child well-being while also offering an attractive return.

1. Child health and survival

The challenges related to food and healthcare are enormous. Malnutrition¹ is a global crisis, affecting nearly 200 million children. It leads to stunted growth, underweight children, and obesity. Investing in food companies that provide healthy and nutritious options is essential.

FIGURE 1: UNICEF'S STRATEGIC PLAN AS GUIDING FRAMEWORK FOR A CHILD-LENS APPROACH



‘By applying a child lens to investing, we can move beyond short-term returns and focus on building a sustainable, inclusive, and thriving global economy.’

Healthcare is another critical area. Children require treatments tailored to their unique needs, yet pediatric medicine faces many hurdles.² Investing in companies that prioritise pediatric healthcare ensures better medical outcomes for the youngest and most vulnerable.

2. Access to education

Education is an important driver of social and economic development. It's estimated that in 2023, 250 million children across the world were not in school.³ And those attending school do not always receive quality education. We therefore focus on companies that improve accessibility and quality of education.

3. Protection from violence and exploitation

Online safety is an urgent issue. Children use the internet from an early age. When left unprotected, many see inappropriate content or become the victim of cyber bullying.⁴ Companies that provide cybersecurity solutions are interesting investment options here.

4. Safe and clean environment

A liveable planet is essential for children to grow and thrive, now and in the

future. Many solutions are required to deliver a safe and clean environment. This includes renewable energy, water infrastructure and recycling solutions. The benefits of these solutions accrue to both present and future generations.

5. Equality and inclusion

Gender and birthplace still largely determine one's chances in life. Technology has the power to break these barriers. Access to a smartphone can provide financial tools, educational resources, and connectivity, all of which contribute to social and economic inclusion. By enabling digital access, investors can help bridge the opportunity gap and foster economic growth.

The investment case for a child-lens approach

Applying a child-lens to investing is not only about social responsibility – it also makes financial sense. Investing in child-centric impact themes, such as food, healthcare, education, and infrastructure, means investing in essential services. This can create a resilient and diversified portfolio, less susceptible to short-term macroeconomic fluctuations.

We see evidence of this in our strategy. It has lower volatility compared to the reference index. The beta is also well below one. Furthermore, it has different sector allocations. In addition to these benefits, you should also take the key risks into account, like currency and market risk, and sustainability-related risks, like physical, transition and litigation risks.

As investors, we play a crucial role in shaping the world future generations will inherit. By applying a child-lens to investing, we can move beyond short-term returns and focus on building a sustainable, inclusive, and thriving global economy. ■



Sjoerd Rozing

Portfolio Manager Triodos Future Generations Strategy, Triodos Investment Management

- 1 <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/malnutrition>
- 2 <https://accessmedicinefoundation.org/resource/closing-gaps-in-access-to-medicine-for-children-how-r-d-and-delivery-efforts-can-be-ramped-up>
- 3 <https://news.un.org/en/story/2023/09/1140882>
- 4 <https://www.bbc.com/news/technology-68225707>

Disclaimer

This is a marketing communication. Please refer to the prospectus and the Key Information Document of Triodos Future Generations Fund before making any final investment decisions. An English summary of investor rights can be found on www.triodos-im.com. The value of your investment can fluctuate because of the investment policy. Triodos Future Generations Fund is managed by Triodos Investment Management. Triodos Investment Management holds a license as alternative investment fund manager and UCITS manager and is under the supervision of the Autoriteit Financiële Markten and De Nederlandsche Bank in the Netherlands. Triodos Investment Management may decide to stop the marketing of its collective investment schemes in your country.

Neither UNICEF, nor its partner in Luxembourg, Comité luxembourgeois pour l'UNICEF, is acting as an investment adviser and neither of them has had or will have any role in the design, structuring, development, management or operation of the Triodos Future Generations Fund. UNICEF, and the Comité luxembourgeois pour l'UNICEF, have not been and will not be involved in the management of the Triodos Future Generations Fund, including its investments decisions. Neither UNICEF nor the Comité luxembourgeois pour l'UNICEF has endorsed Triodos IM, Triodos SICAV I, the Triodos Future Generations Fund or any investment by the Fund. UNICEF and the Comité luxembourgeois pour l'UNICEF make no recommendation as to investment in the Triodos Future Generations Fund.

The sole role of UNICEF, and the Comité luxembourgeois pour l'UNICEF, is to receive the donation from Triodos IM and apply such donation to UNICEF's programmes for children. UNICEF and the Comité luxembourgeois pour l'UNICEF will have no liability to the Triodos Future Generations Fund or investors in the Fund in relation to investments in the Fund, the performance of the Fund or otherwise in connection with the Fund. UNICEF is immune under international law from every form of legal process.

SUMMARY

A child-lens investing approach prioritises long-term impact on future generations.

It addresses critical challenges like climate change, inequality, and short-termism.

A strategy that aligns with UNICEF's child wellbeing goals, can offer strong returns, lower volatility and different sector allocations.

Key focus areas: child health, education, safety, environment, and inclusion.

Child-lens investing aligns impact with resilience and financial performance.

Tijd voor een nieuwe kijk op het concept duurzame economie

Een duurzame economie steunt op meer dan alleen ecologische duurzaamheid. Ook een houdbare staatsschuld en een niet krimpende bevolking zijn van belang voor de lange termijn.

Door Mahsun Dogan en Kiemthin Tjong Tjin Joe



Bij een duurzame economie denken de meeste mensen in eerste instantie aan het beschermen van het milieu en het verbeteren van het sociaal welzijn, rekening houdend met de behoeften van de huidige generatie zonder de behoeften van de toekomstige generaties te ondermijnen. Duurzame economie stoelt echter op meer dan alleen ecologische duurzaamheid. De focus is tegenwoordig te veel gericht op het beschermen van de ecologie en te weinig op het beschermen van de economie (bijvoorbeeld tegen een hoge schuldenlast en een afnemende

bevolking). Beide aspecten zijn van belang. In dit artikel lichten we toe waarom economische duurzaamheid net zo belangrijk is als ecologische duurzaamheid en hoe institutionele beleggers extra kunnen bijdragen om naast de ecologie ook de economie te beschermen voor toekomstige generaties.

Economen zijn het er in het algemeen over eens dat economische productiviteit wordt bepaald door de volgende zes onderdelen binnen een multifactor-model: 1) fysiek kapitaal, 2) menselijk kapitaal,

3) natuurlijke hulpbronnen (ecologie), 4) technologische know-how, 5) institutionele infrastructuur en 6) marktefficiëntie. Om ervoor te zorgen dat de toekomstige generaties ook kunnen profiteren van een vergelijkbare of betere economische productiviteit, moeten deze onderdelen op de korte termijn niet worden misbruikt.

Een economie kan op korte termijn bijvoorbeeld worden aangezwengeld door het fysieke kapitaal te verhogen en meer overheidsschuld aan te gaan, maar toekomstige generaties krijgen hiervan de rekening in de vorm van hogere inflatie of hogere belastingen. Een ander voorbeeld is dat het voor mensen lastiger wordt gemaakt om het gezin uit te breiden, omdat er een economisch klimaat gecreëerd wordt waarbij het te duur is om aan kinderen te beginnen. De kosten zijn op de korte termijn lager, omdat er

minder geld wordt uitgegeven aan opvoeding en er meer gewerkt kan worden, maar op de lange termijn zal er een tekort aan mensen ontstaan, wat de economie zal ondermijnen. Dit zijn een paar voorbeelden die illustreren dat een duurzame economie niet alleen op ecologische duurzaamheid gebaseerd moet zijn, maar ook vanuit een puur economisch oogpunt houdbaar moet zijn.

Het concept duurzame economie heeft zijn wortels in de 19^e en 20^e eeuw. Geleidelijk aan namen de zorgen over de impact van de vergaande industrialisatie op de natuur toe. De eerste beginselen van het concept duurzame economie zoals we dat nu kennen, werden gelegd tijdens de VN-conferentie over het menselijk leefmilieu in Stockholm in 1972. Een belangrijke mijlpaal was het Brundtland-rapport in 1987, dat werd

‘Een duurzame economie sluit aan op de behoeften van de huidige generatie, zonder de behoeften van toekomstige generaties in gevaar te brengen.’

‘Het huidige welvaartsniveau is niet houdbaar als de overheidsschuld te veel toeneemt en de bevolking te veel krimpt.’

uitgegeven door een door de VN gesponsorde commissie over omgeving en ontwikkeling. Hier kreeg het concept ook meer vorm. Het werd beschreven als een ontwikkeling die aansluit op de behoeften van de huidige generatie, zonder de mogelijkheden van toekomstige generaties om in hun eigen behoeften te voorzien in gevaar te brengen. Aandacht voor het concept duurzame economie nam in de jaren daarna alleen maar toe, doordat er steeds meer bewijs kwam dat de opwarming van de aarde voor een belangrijk deel werd veroorzaakt door menselijk handelen. Tegenwoordig heeft het concept ook een sociaal aspect. Naast het beschermen van de ecologie voor toekomstige generaties wordt ook meegenomen dat sociale gelijkheid een duurzame economie bevordert.

Duurzame economie is historisch gezien dus gefocust op het ecologische aspect van duurzaamheid. Inmiddels wordt echter steeds duidelijker dat de economie op een aantal andere fronten niet meer zo duurzaam is. De twee belangrijkste problemen waar toekomstige generaties mee te maken gaan krijgen, zijn toenemende overheidsschulden en bevolkingskrimp.

1) Overheidsschuld

Een overheid leent normaal gesproken geld om een begrotingstekort te financie-

ren. Hierover betaalt zij rente. Anders dan een commercieel bedrijf, dat geld leent om te investeren, gaat het bij de overheid vooral om niet-productieve investeringen, zoals uitgaven voor sociale zekerheid. Als het schuldenquotum te hoog wordt, worden de rentelasten op een gegeven moment onhoudbaar, waardoor een overheid niet meer in de eigen economie kan investeren. Het kan zelfs emigratie van jonge mensen stimuleren, die hun toekomst elders zoeken. Dit gebeurt bijvoorbeeld in Italië en in Oost-Europese landen.

2) Bevolkingskrimp

Een economie heeft arbeidskrachten nodig om de welvaart op peil te houden en groei te waarborgen. In westerse landen is door het lage geboortecijfer van minder dan 2,1 kinderen per stel sprake van een autonome krimp. Een land als Duitsland kan alleen de economische groei handhaven door arbeidsmigranten toe te laten. In Europa heerst echter, mede door toedoen van politici, het sentiment dat de problematiek rond immigratie onhoudbaar is, waardoor deze zoveel mogelijk ontmoedigd wordt. Deze politici beseffen echter niet dat dit het risico op krimpende economieën, en dus een krimpende welvaart, enorm versterkt. Het alternatief is het geboortecijfer te verhogen. Tegenwoordig hebben veel

pensioenfondsen en andere institutionele en financiële instellingen een ESG-beleid, waardoor entiteiten waarin ze beleggen worden gemotiveerd en soms zelfs worden gedwongen om duurzamer te werk te gaan. Hierbij is de focus bijna altijd ecologische duurzaamheid en sociale gelijkwaardigheid. Institutionele beleggers zijn zich er echter niet van bewust dat zij ook een bijdrage kunnen leveren aan een economie voor de toekomstige generaties zonder een hoge overheidsschuld en zonder last van zorgkosten door vergrijzing. Pensioenfondsen (een van de grootste beleggers in staatsobligaties) kunnen overheden bijvoorbeeld onder druk zetten om minder schulden aan te gaan en/of premies te verlagen voor gezinnen met meer kinderen. Bij een juiste premieverlaging kan het in de toekomst zelfs geld opleveren door middel van hogere premie-inkomsten. We beseffen dat meer kinderen krijgen in tegenspraak is met de ecologische gedachte de aarde minder te belasten met inwoners.

Concluderend kan worden gesteld dat het concept duurzame economie tegenwoordig in overmaat gefocust is op het ecologische aspect van duurzaamheid. Het wordt steeds duidelijker dat het huidige welvaartsniveau niet houdbaar zal zijn als de overheidsschuld te veel toeneemt en de bevolking te veel krimpt als immigratie niet wordt toegestaan. Ecologische duurzaamheid en economische duurzaamheid sluiten elkaar niet uit: beide concepten kunnen goed samengaan. Het is tijd voor een nieuwe kijk op het concept duurzame economie. ■



Mahsun Dogan

Senior Portfolio Manager
Fixed Income & Treasury,
PGB Pensioendiensten



Kiemthin Tjong Tjin Joe

Senior Investment Manager
Fixed Income & Real Estate

IN HET KORT

Duurzaamheid gaat verder dan alleen ecologische duurzaamheid. Economische stabiliteit is cruciaal.

Te veel focus op ecologie gaat voorbij aan problemen zoals hoge overheidsschulden en bevolkingskrimp.

Productiviteit hangt af van zes factoren, waaronder kapitaal, technologie en marktefficiëntie.

Toenemende overheidsschulden beperken investeringen en stimuleren emigratie.

Lage geboortecijfers bedreigen de economische groei. Migratie of geboortestimulering zijn noodzakelijk.

Institutionele beleggers kunnen overheden beïnvloeden om duurzamer economisch beleid te voeren.

Economische en ecologische duurzaamheid moeten met elkaar in balans zijn.

Active continues to outperform

The age-old 'active versus passive' debate remains very much a hot topic. Two years ago, our in-depth study of Morningstar data on global fixed-income fund returns revealed that active global bond fund managers outperformed their passive counterparts after fees as of 31 December 2020. We have updated this research with the latest data from the past decade (2014-2023), capturing recent inflationary trends.

By Shuo Huang, Jeremy Rosten, Helen Guo and Phil Michels



Active management still outperformed passive management. Below, we drill down into our findings to see how active bond managers have historically given investors an advantage over their passive peers.

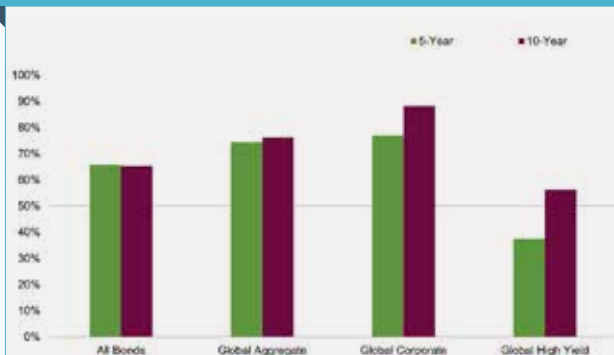
Active outperforms passive

Figure 1 reinforces our previous findings: over 60% of active global bond funds outside the US¹ have outperformed their median passive counterparts, net of fees, over the long term. That is to say that, in the past decade, investors choosing active bond solutions had a better than 60% chance of outperforming passive alternatives. Notably, global aggregate and global (investment grade) corporate managers excelled, with more than 75% of these funds outperforming their median passive peers².

The global high yield category, however, presents a unique challenge: active high yield funds in general benchmark against qualitatively different indices than passive funds, making direct comparisons unfair. That being the case,

we have compared excess returns of active high yield funds against the corresponding median excess return of passive peers – both over their respective benchmarks. This approach neutralizes benchmark differences,

FIGURE 1: COMPARISON ACTIVE GLOBAL BONDS VERSUS THEIR PASSIVE COUNTERPARTS, NET OF FEES



Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results. Outperformance does not necessarily mean positive performance.

As of 31 December 2023; Source: Morningstar Direct, Bloomberg. Based on three Morningstar E.A.A Global Bond Fund categories (institutional shares and ETFs only): Global Bond, Global Corporate Bond, Global High Yield Bond. Global Bond category is divided into Global Aggregate and Global Treasury sub-categories according to benchmark characteristics. Funds without prospectus benchmark or benchmarked to cash indices are excluded. NOTE: To address the issue of heterogeneous benchmarks within the same categories, we define more granular sub-categories according to benchmark characteristics and compare active and passive funds within each sub-category. Refer to the important information at the end for additional Morningstar category and risk information.

revealing that median active high yield funds consistently outperformed their passive counterparts.

The active advantage

It is a widely held view – supported by empirical analyses – that, in general, active equity funds have not offered value (after fees) relative to their passive counterparts. There are several structural reasons why we nonetheless expect active bond funds to outperform passives.

Unlike passive peers, whose primary goal is to track the benchmark, active fixed income managers have a large toolbox of strategies to fine-tune positions and express investment views to potentially outperform their respective benchmarks. Active managers can be more selective in what they buy and sell than passive funds, which have to follow the index much more closely.

Also, a higher proportion of fixed income investors operate under constraints that create opportunities for active managers. Investors such as central banks and insurance companies, for example, must balance economic considerations with accounting, capital and other regulatory requirements. Insurance companies, operating under such capital constraints, eschew bonds that have been downgraded to high yield – purchasing such ‘fallen angels’ has provided a robust source of alpha for active managers able to add them opportunistically to their portfolios.

Excess turnover in fixed income benchmarks also creates opportunities for active bond managers – new securities have represented about 20% of bond market capitalisation each year. New issue premia enhance returns and active managers can maximize their allocations to these sources of alpha.

These factors combined create a range of opportunities for skilled active managers to find value in global fixed income markets to potentially deliver returns that exceed any additional fees they may charge.

Gaining a potential advantage

In a constantly shifting investment landscape it can be advantageous to seek out funds that can deliver proven, strong performance against benchmarks and Morningstar peer group categories over the long term. ■

- 1 Funds are selected and grouped from the Morningstar database based on their prospectus benchmarks
- 2 In a case of multiple share class data for a given fund, the institutional share class with the lowest fee ratio was selected and thereafter the series with the longest history

Important Information

Marketing Communication
This is a marketing communication. This is not a contractually binding document and its issuance is not mandated under any law or regulation of the European Union or the United Kingdom. This marketing communication does not include sufficient detail to enable the recipient to make an informed investment decision. Please refer to the Prospectus of the UCITS and to the KIID/KID before making any final investment decisions.

For professional use only
Per the information available to you you fulfill the requirements to be classified as professional clients as defined in the MiFID II Directive 2014/65/EU Annex II Handbook. Please inform us if otherwise. The services and products described in this communication are only available to professional clients as defined in the MiFID II Directive 2014/65/EU Annex II Handbook and its implementation of local rules and as defined in the Financial Conduct Authority's Handbook. This communication is not a public offer and individual investors should not rely on this document. Opinion and estimates offered constitute our judgment and are subject to change without notice, as are statements of financial market trends, which are based on current market

conditions. We believe the information provided here is reliable, but do not warrant its accuracy or completeness.

PERFORMANCE AND FEE

Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results. The 'gross of fees' performance figures, if included, are presented before management fees and custodial fees, but do not reflect commissions, other expenses and reinvestment of earnings. The 'net of fees' performance figures reflect the deduction of ongoing charges. All periods longer than one year are annualized. Investments made by a Fund and the results achieved by a Fund are not expected to be the same as those made by any other PIMCO-advised Fund, including those with a similar name, investment objective or policies. A new or smaller Fund's performance may not represent how the Fund is expected to or may perform in the long-term. New Funds have limited operating histories for investors to evaluate and new and smaller Funds may not attract sufficient assets to achieve investment and trading efficiencies. A Fund may be forced to sell a comparatively large portion of its portfolio to meet significant shareholder redemptions for cash, or hold a comparatively large portion of its portfolio in cash due to significant share purchases for cash, in each case when the Fund otherwise would not seek to do so, which may adversely affect performance.

CHART

Performance results for certain charts and graphs may be limited by date ranges specified on those charts and graphs; different time periods may produce different results.

CORRELATION

The correlation of various indices or securities against one another or against inflation is based upon data over a certain time period. These correlations may vary substantially in the future or over different time periods that can result in greater volatility.

INDEX

It is not possible to invest directly in an unmanaged index.

RISK

High-yield, lower-rated, securities involve greater risk than higher-rated securities; portfolios that invest in them may be subject to greater levels of credit and liquidity risk than portfolios that do not. Investing in the bond market is subject to risks, including market, interest rate, issuer, credit, inflation risk, and liquidity risk. The value of most bonds and bond strategies are impacted by changes in interest rates. Bonds and bond strategies with longer durations tend to be more sensitive and volatile than those with shorter durations; bond prices generally fall as interest rates rise, and low interest rate environments increase this risk. Reductions in bond counterparty capacity may contribute to decreased market liquidity and increased price volatility. Bond investments may be worth more or less than the original cost when redeemed. Investing in foreign denominated and/or domiciled securities may involve heightened risk due to currency fluctuations, and economic and political risks, which may be enhanced in emerging markets. Mortgage and asset-backed securities may be sensitive to changes in interest rates, subject to early repayment risk, and their value may fluctuate in response to the market's perception of issuer creditworthiness; while generally supported by some form of government or private guarantee there is no assurance that private guarantors will meet their obligations. Equities may decline in value due to both real and perceived general market, economic, and industry conditions. Derivatives may involve certain costs and risks such as liquidity, interest rate, market, credit, management and the risk that a position could not be closed when most advantageous. Investing in derivatives could lose more than the amount invested. Diversification does not insure against loss.

MORNINGSTAR

© 2025Morningstar. All Rights Reserved. The information contained herein: (1) is proprietary to Morningstar and/or its content providers; (2) may not be copied or distributed; and (3) is not warranted to be accurate, complete or timely. Neither Morningstar nor its content providers are responsible for any damages or losses arising from any use of this information. Past performance is no guarantee of future results.

PIMCO Europe Ltd (Company No. 2604517, 11 Baker Street, London W1U 3AH, United Kingdom) is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN) in the UK. The services provided by PIMCO Europe Ltd are not available to retail investors, who should not rely on this communication but contact their financial adviser. Since PIMCO Europe Ltd services and products are provided exclusively to professional clients, the appropriateness of such is always affirmed.

PIMCO is a trademark or registered trademark of Allianz Asset Management of America LLC in the United States and throughout the world. ©2025, PIMCO

A company of Allianz.



Jeremy Rosten

SVP, Client Solutions & Analytics, PIMCO



Helen Guo

Executive Vice President, Quantitative Research Analyst, Client Solutions & Analytics, PIMCO



Phil Michels

Executive Vice President, Head of Global Financial Institutions EMEA & Head of Global Wealth Management Strategy EMEA & Head of Wholesale Benelux, PIMCO

SUMMARY

Active global bond funds have outperformed passive counterparts, net of fees, over the period from 2014 to 2023.

Over 60% of active funds outperformed their median passive peers, with global aggregate and investment-grade corporate bond funds excelling.

Active high yield funds also outperformed passive ones when comparing excess returns over benchmarks.

Active managers benefit from more flexibility, enabling selective investments and exploiting opportunities like ‘fallen angels’ and new issue premia.

Diversificatie als wapen tegen onzekerheid en volatiliteit

Door Esther Waal



Is het nodig om je asset allocatie aan te passen met het oog op geopolitieke spanningen? Hoe ga je als belegger om met onzekerheden? En wat zijn de vooruitzichten voor (private) equity en (private) debt?

Die vragen stonden centraal tijdens het door Financial Investigator georganiseerde Asset Allocatie Debat op 11 februari in Brussel, met Tim Derycke van Pensioenfonds KBC, Joris Laenen van Ethias, Christel Lootens, mede-oprichter van family office United NRJ, en moderator Jan De Bondt, adviseur bij Vlerick Business School en bestuurder bij diverse organisaties.

Het Asset Allocatie Debat was onderdeel van het seminar dat Financial Investigator voor het 2^e jaar in Brussel organiseerde rondom de uitreiking van de Asset Allocation Awards van onderzoeksbureau Alpha Research. Het seminar stond in het teken van de vooruitzichten voor 2025 te midden van geopolitieke onzekerheden, met als hoofdvraag 'Hoe positioneer je je (private markets) portfolio in 2025?'

Voor Jan De Bondt is die vraag niet los te zien van de te verwachten risico's. Zijn eerste vraag aan het panel is daarom: 'Welke risico's verwacht je?' Christel Lootens noemt als groot risico de importtarieven van Donald Trump. 'Ik verwacht dat die de inflatie zullen aanwakkeren en voor veel onzekerheid en volatiliteit zullen zorgen.'

Joris Laenen is het met haar eens: 'De maatregelen die Trump wil nemen, hebben inderdaad impact op de markten. Maar het is niet altijd makkelijk in te schatten wat de reactie van Europa zal zijn, of van andere regio's zoals China, Canada en Mexico, en hoe dit de markt zal beïnvloeden.' Laenen heeft de indruk dat de markt zelf een beetje op zoek is naar richting. 'Je ziet weliswaar veel meer volati-

liteit, maar vooralsnog geen duidelijke richting. Geopolitiek risico is een van de grootste risico's, maar je hebt ook klimaatrisico's, cyberrisico, energietransitierisico, liquiditeitsrisico, marktrisico, spreadrisico, consumptierisico. Het zijn er veel.'

Ook Tim Derycke meent dat het beleid van Trump risico's met zich meebrengt. Derycke: 'Ik denk dat niet alleen de importtarieven, maar ook zijn belastingverlagingen ernstige inflatoire effecten kunnen hebben. En ik zie niet dat dat al in de markt is geprijsd.' Het zou Derycke daarom niet verbazen als er volgend jaar renteverhogingen gaan komen, iets waar De Bondt ook rekening mee houdt.

Maar de moderator zet ook vraagtekens bij de voornemens van Trump. 'Gebruikt hij de tarieven als wapen om China en Europa onder druk te zetten zodat de handelsbalans meer in evenwicht komt?' Lootens reageert: 'Dat is inderdaad mogelijk. En dat creëert ook volatiliteit.' Derycke vervolgt: 'Eén ding is zeker: we bevinden ons in een behoorlijk slechte onderhandelingspositie. Dat is voor de Europese markten en Europese beleggers misschien wel de grootste zorg.'

Hedgen van risico's

Dat brengt De Bondt op een volgende vraag. 'Hoe dek je je beleggingsrisico's af of hoe beperk je ze?' Laenen antwoordt: 'Als verzekeraar kijken wij naar onze passiva. Welke assets moeten we kopen? Hoe moeten we die alloceren om portefeuilles te krijgen die de risico's dekken die we zien in de passiva (verzekeringsrisico's)? Dat is een andere manier om naar beleggingen te kijken en betekent dat we de tijd hebben om door een crisis heen te gaan. Maar we proberen wel te kijken naar bepaalde trends en naar de asset allocatie per sector. En we kijken naar de grootste risico's die we in onze portefeuille hebben op het gebied van spreadrisico. Daar proberen we wat afdekkingen op te zetten. Maar altijd afdekkingen die onder de hedge accounting vallen. Volatiliteit proberen we zoveel mogelijk te vermijden.'



VOORZITTER

Jan De Bondt

Adviseur, Vlerick Business School,
Bestuurslid, diverse organisaties



Tim Derycke

Investment Officer Private
Markets, KBC Pensioenfonds



Joris Laenen

Chief Investment & Life Officer,
Ethias



Christel Lootens

Directeur, United NRJ

‘We beheren actief de duration van onze obligatieportefeuilles en ook de geografische en sectorale allocatie.’

Voor Derycke zijn verplichtingen ook normale kost. ‘Voor ons is het natuurlijk een voordeel dat onze verplichtingen vrij voorspelbaar en per definitie vrij langlopend zijn, waardoor ook wij een strategie kunnen hanteren die eerder buy-and-hold is en cycli doorloopt,’ geeft hij aan. ‘Desondanks hebben we een zeer actief beheer in onze aandelenportefeuille en ook in onze obligatieportefeuille. We beheren bijvoorbeeld actief de geografische en sectorale allocatie, evenals de duration van onze obligatieportefeuilles. We dekken die niet echt af, want we hebben een grote DB-pensioenportefeuille waarvan we precies weten hoeveel geld we nodig hebben over, laten we zeggen, 15 jaar.’

Allocatie naar private assets

De Bondt brengt de discussie op een ander onderwerp. Hij wil van de paneldeelnemers weten hoe belangrijk private assets zijn. Lootens pakt de vraag als eerste op: ‘Binnen onze family office vormen private assets een belangrijk onderdeel. Naast

directe participaties in bedrijven en vastgoedinvesteringen hebben we ook een portefeuille private equity- en private debt-fondsen, die geleidelijk werd opgebouwd. In de uitbouw van onze private assets vinden we diversificatie belangrijk.’

Laenen vervolgt: ‘Om te veel beleggingsrisico te vermijden, proberen we te diversifiëren naar private markets, die minder volatiel zijn dan publieke markten. De allocatie naar private assets binnen de portefeuille is nog beperkt, maar die zal in de komende jaren toenemen.’ Laenen wijst op de regelgeving die voor verzekeringsmaatschappijen zwaar weegt en die het lastiger maken om de risico-kapitaalkosten van private equity en private debt goed in te schatten. Hij spreekt de hoop uit dat de discussies die in Europa gaande zijn rond een kapitaalmarktunie uiteindelijk zullen resulteren in mogelijkheden voor verzekeraars als langetermijnbeleggers om meer eigen vermogen te mobiliseren om de groei in private markets te ondersteunen. ‘Het afstemmen van de looptijd van je beleggingen op je verplichtingen is heel belangrijk. Assets die daarbij passen, vind je sneller in private markets.’

Derycke geeft aan dat zijn organisatie zo’n 15% tot 16% allocceert naar private markets, voornamelijk in infrastructuur en vastgoedfondsen. ‘Maar we hebben ook een beperkte positie in private equity, vooral vanwege de combinatie van lagere volatiliteit en hogere rendementen.’

Private equity recessiebestendig?

De Bondt brengt in herinnering hoe de wereldeconomie voor de uitbraak van de coronapandemie een van de langste periodes van economische groei kende, met een bloeiperiode voor private equity. De coronapandemie bleek voor de asset class slechts een korte dip te zijn. ‘Hoe zullen private assets, en dan vooral private equity, presteren in een normale recessie, van één of twee jaar?’

Lootens reageert: ‘Onze beleggingshorizon is langer, dus in het kader van tien jaar is een dip van twee jaar geen drama.’

Voor Laenen is één van de voordelen van private assets de mogelijkheid om wat inventiever te zijn met de waarderingen.



‘Je kunt bijvoorbeeld wat goodwill toevoegen, interne waarderingsmodellen gebruiken en kijken naar verschillende multiples.’

Tim Derycke meent dat 2022 en de renteverhogingen in 2021 al goede stresstests waren voor private markets. ‘We zagen een sterke daling van het aantal deals, maar vrij stabiele waarderingen vergeleken met de public markets.’ Wel wijst hij op de kloof tussen gerapporteerde waarderingen en de transactiewaarderingen. ‘Op het gebied van private debt zien we nu zeer lage spreads, vooral op de grote Amerikaanse deals tussen treasuries en LDO-financieringsvoorwaarden. Dat is een risico, vooral als het beleid van Trump zou leiden tot hogere rentetarieven en hogere inflatie.’

De Bondt beaamt dat. De Bondt: ‘Veel private debt is gekoppeld aan een variabele rente, dus als de Fed stopt met verlagen, beginnen de spreads te stijgen.’ En zijn deals duurder om te financieren’, voegt Derycke daaraan toe.

Renterisico's

‘Wat zou de impact zijn van stijgende of dalende kapitaalmarktrentes in de komende vijf tot tien jaar? Heeft dat invloed op de portefeuille?’, wil De Bondt weten.

Voor het pensioenfonds van Derycke is dat zeker van invloed. ‘Als door een stijgende rente de waarde van de portefeuille daalt, kan dat natuurlijk druk zetten op de dekkingsgraad. We hebben een exposure van ongeveer 55% naar vastrentende beleggingen.’ Voor Lootens is de impact geringer. ‘Als de kapitaalmarktrente stijgt, dan zal bijvoorbeeld de waarde van onze

‘Om te veel beleggingsrisico te vermijden, proberen we te diversifiëren naar private markets, die minder volatiel zijn dan publieke markten.’

‘Ik zie de ineenstorting van Europa als risico, omdat Europa echt moeite heeft om met één stem te spreken.’

vastgoedportefeuille dalen. Maar we beleggen voor de lange termijn en door te diversifiëren ontstaat het mechanisme dat als je ergens wat verliest, je ergens anders weer wat wint.’

Laenen: ‘Dat geldt feitelijk ook voor een verzekeringsmaatschappij. Als verzekeraar hebben we te maken met de Solvency 2-ratio, maar moet je ook in gedachten houden hoe je duration is gepositioneerd in elk van de verschillende buckets in je portefeuille. Je kunt alleen een duration gap accepteren als je een duidelijke visie hebt op de rente. Zo proberen wij dat te managen.’

Black swans

De Bondt gaat over tot de slotvraag van het debat: ‘Welke grote verrassing kunnen we verwachten in 2025?’

Derycke noemt dat een lastige vraag, maar heeft wel enkele suggesties: ‘Wellicht zijn de rentetarieven in de Verenigde Staten de zwarte zwaan, of overinvesteringen in kunstmatige intelligentie met een uiteenspatting van de zeepbel als gevolg.’

Laenen hoeft niet lang na te denken: ‘De grote verrassing zou nog weleens een risico zijn waar bijna niemand naar kijkt: het liquiditeitsrisico. De liquiditeit in de markt kan opdrogen. We weten wat voor effect dat kan hebben op bepaalde sectoren. We hebben het de afgelopen jaren gezien in de vastgoedsector. Ik denk dus dat geopolitieke kwesties en andere economische risico's een impact kunnen hebben op de liquiditeit.’

Lootens werpt een andere blik op de mogelijke ‘black swan’: ‘Ik zie de ineenstorting van Europa als risico, omdat Europa echt moeite heeft om met één stem te spreken. Dus het kan de collapse van Europa zijn. Maar evengoed kan het positief uitpakken, krijgt Europa een wake-up call en zien we een Europese wederopstanding.’ ■

IN HET KORT

Geopolitieke spanningen hebben een grote invloed op de asset allocatie.

Importtarieven, inflatie en volatiliteit vormen de belangrijkste risico's.

Private equity en private debt worden steeds belangrijker voor diversificatie.

De stijgende rente heeft impact op portefeuilles, maar diversificatie biedt bescherming.

Liquiditeitsrisico en overinvestering in AI zijn mogelijke ‘zwarte zwanen’.

Kiezen voor kwaliteit te midden van onzekerheid

Door Eelco Ubbels



FOTO'S: FINANCIAL INVESTIGATOR

Op 11 februari vond bij Vlerick Business School in Brussel de tiende editie van de uitreiking van de Asset Allocation Awards plaats. Dit jaarlijks terugkerende evenement, georganiseerd door Alpha Research, bood niet alleen een podium voor de uitreiking van de prestigieuze awards, maar ook voor een diepgaand debat met alle winnaars. En dat debat leverde de interessante inzichten op.

De uitreiking van de Asset Allocation Awards werd dit jaar voor de derde keer in samenwerking met Financial Investigator georganiseerd, en voor de tweede keer in België.

De Awards worden uitgereikt aan de asset managers die de meest succesvolle allocatie-aanbevelingen hebben gedaan op basis van consistente research en consistent rendement. Alpha Research analyseert maandelijks ongeveer 65 rapporten van asset managers en stelt op basis daarvan modelportefeuilles samen. De beoordeling gebeurt aan de hand van een gelijkgewogen portefeuille zonder benchmarkwending. Een overweging van een asset krijgt een gewicht van +5%, terwijl een onderweging een gewicht van -5% krijgt. De vijf best presterende portefeuilles over een periode van drie jaar worden genomineerd en de best presterende portefeuille ontvangt de award.

Dit zijn de winnaars voor 2025:

- **Overall:** Northern Trust
- **Asset Allocatie:** Vontobel
- **Vastrentende Waarden:** Nuveen
- **Aandelensectoren:** ING Investment Office
- **Regioallocatie:** J. Safra Sarasin

Na de uitreiking vond het Asset Allocatie Debat plaats, waarin de invloed van macro-economische trends, geopolitieke spanningen en de recente herverkiezing van Donald Trump als president van de Verenigde Staten centraal stonden. Dit debat werd geleid door Eelco Ubbels, Directeur van Alpha Research, en werd gevoerd door de vijf winnaars van de awards. Aanwezig

waren Angelo Manioudakis, Global Chief Investment Officer bij Northern Trust Asset Management, Laura Cooper Scott, Investment Strategist bij Nuveen, Dan Scott, CIO en Head Multi Asset bij Vontobel, Frédéric Degembe, CIO bij ING Belgium, en Wolf von Rotberg, Equity Strategist bij J. Safra Sarasin.

Een snel rondje Trump

Elke winnaar kreeg allereerst een korte vraag voorgelegd over de mogelijke gevolgen van het tweede presidentschap van Trump:

Welk effect heeft Trump op je asset allocatie voor de komende 3 tot 12 maanden?

Angelo Manioudakis: 'Omdat je een kort antwoord wilt, zou ik zeggen 'risk on'. Toch ben ik enigszins voorzichtig, want hoewel er optimisme is, blijft er geopolitieke onzekerheid.'

Is er een voorkeur voor aandelen of obligaties onder Trump?

Dan Scott: 'Trump's beleid van lage belastingen en deregulering is op korte termijn positief voor risicovolle assets, dus een overweging voor aandelen. De stimulering van de Amerikaanse economie blijft een belangrijke factor, maar we moeten alert zijn op structurele veranderingen.'

De recente consensus heeft een voorkeur voor Amerikaanse aandelen. Onderschrijf je dit?

Wolf von Rotberg: 'Trump heeft Europese aandelen een voordeel gegeven door de sterke dollar. Hogere Amerikaanse waarden in vergelijking met de rest van de wereld zijn gerechtvaardigd, maar over het algemeen zijn Amerikaanse aandelen duur. We zullen dit jaar niet dezelfde groep aandelen zien die de markt domineert. Bovendien zien we dat de effecten van Trump's handelsbeleid niet alleen de VS raken, >

'De Amerikaanse economie draait nu zeer goed, mede door fiscale stimulering in de afgelopen twee jaar'



VOORZITTER

Eelco Ubbels

Oprichter en CEO, Alpha Research, en Co-Founder, OpinioPro.com



Laura Cooper Scott

Investment Strategist, Nuveen



Frédéric Degembe

CIO, ING Belgium



Angelo Manioudakis

Global Chief Investment Officer, Northern Trust Asset Management



Wolf von Rotberg

Equity Strategist, J. Safra Sarasin



Dan Scott

CIO en Head Multi Asset, Vontobel

maar ook Europa en Azië, waardoor de sectorale impact een belangrijke factor wordt.’

Wat betekent Trump in het Witte Huis voor aandelensectoren?

Frédéric Degembe: ‘Wij hebben onze overweging in technologie teruggebracht. Financials kunnen interessant worden vanwege de mogelijke deregulering. Bovendien zou een verlaging van de vennootschapsbelasting extra impulsen kunnen geven aan deze sectoren. Maar de vraag is hoe duurzaam deze stimulansen zullen zijn.’

Welke gevolgen verwacht je voor fixed income?

Laura Cooper Scott: ‘Investeerders hebben al rekening gehouden met mogelijke maatregelen van de Trump-regering. We zijn voorzichtig met risico's inzake duration, maar de mogelijkheid tot hogere rendementen op vastrentende waarden is aantrekkelijk. Het is een ‘higher for longer’ omgeving. Ook inflatie blijft een factor om rekening mee te houden, vooral als nieuwe fiscale stimulansen worden doorgevoerd. Dit kan betekenen dat centrale banken hun beleid opnieuw moeten evalueren.’

Macroeconomie en geopolitiek

Het debat verschoof vervolgens naar de vraag of de huidige hoge waarderingen van Amerikaanse aandelen een belemmering vormen voor verdere groei. Von Rotberg gaf aan: ‘Amerika is duur, Europa en China zijn goedkoper. De Amerikaanse economie

‘Het niveau van de staatsschuld is aanzienlijk gestegen en dat kan op de lange termijn gevolgen hebben voor de stabiliteit van de obligatiemarkten.’

draait nu zeer goed, mede door fiscale stimulering in de afgelopen twee jaar. De dynamiek van Amerikaanse aandelen kan echter iets vertragen. De huidige waarderingen zijn grotendeels gerechtvaardigd door de sterke bedrijfswinsten en de robuuste economie, maar we moeten voorzichtig blijven met sectorrotaties en mogelijke correcties.’

Scott daarentegen toonde zich optimistisch: ‘De S&P kan dit jaar nog een stijging van 10% tot 15% realiseren. Daarom zijn wij nog steeds overwogen in Amerikaanse aandelen. De groeiverwachtingen blijven hoog, vooral in technologie en consumentengerichte sectoren. Historisch gezien hebben Amerikaanse bedrijven bewezen veerkrachtig te zijn, zelfs in economisch uitdagende tijden.’

Manioudakis voegde hieraan toe: ‘Wij zijn gematigd positief over Amerikaanse aandelen. Wij analyseren bottom-up en zijn vrij zeker van groei in de bruto winsten (‘top line growth’), groei van de marges, verdere aandeleninkoop en dividendgroei van 6% tot 7%. Wel houden we rekening met een ‘mean reversion’ van de multiples richting het langetermijngemiddelde. De markt is sterk, maar je moet voorzichtig zijn met sectorblootstellingen.’

Vastrentende waarden en asset allocatie

In het gedeelte over vastrentende waarden kwamen de kansen en risico's aan bod. Cooper Scott stelde: ‘De inflatie is hoog en we zouden langer kunnen wachten op renteverlagingen. De economische achtergrond is gezond, de verwachte defaults zijn laag en er zijn sectoren die minder kwetsbaar zijn voor importtarieven. Maar fiscale



FOTO: FINANCIAL INVESTIGATOR

tekorten blijven een punt van zorg. Het niveau van de staatsschuld is aanzienlijk gestegen en dat kan op de lange termijn gevolgen hebben voor de stabiliteit van de obligatiemarkten.'

Degembe gaf de neutrale positie van ING weer: 'We zijn onderwogen in overheidsobligaties vanwege oplopende staatsschulden. We geven de voorkeur aan investment grade. We zijn voorzichtig met high yield, omdat dit aandelenachtig is. De juiste selectie van obligaties zal cruciaal zijn in deze markt. Wij letten sterk op de fundamentele factoren van de uitgevers en nemen geen onnodige risico's.'

Manioudakis voegde daaraan toe: 'Private credit is onze favoriete asset class. Wat betreft high yield zijn we enigszins contrair gepositioneerd, met een overweging van 6% (recent 5%), met smalle spreads. De index heeft een hoge kwaliteit en defaults zullen iets toenemen, maar de spreads blijven iets wijder. Niet goedkoop, maar de kwaliteit is er. We pakken de coupon van 7%.'

Welke 'hot potatoes' zijn er?

Strategen en CIO's besteden veel tijd aan het selecteren van de beste asset class. Maar soms is het net zo belangrijk om te bepalen welke assets je beter kunt vermijden. Daarom werd aan de panelleden aan het einde de vraag gesteld: welke asset class beschouwen jullie als een 'hot potato' die je liever niet in de portefeuille hebt?

Scott benadrukte het belang van spreiding: 'Risico's zijn onvoorspelbaar, daarom is

'De juiste selectie van obligaties zal cruciaal zijn in deze markt. Wij letten sterk op de fundamentele factoren van de uitgevers en nemen geen onnodige risico's.'

'Het niveau van de staatsschuld is aanzienlijk gestegen en dat kan op de lange termijn gevolgen hebben voor de stabiliteit van de obligatiemarkten.'

diversificatie essentieel. Wij hebben een deel van onze allocatie in 'liquid alternatives', zoals cat-bonds, waardoor we minder afhankelijk zijn van overheidsobligaties. Het concept van de 'risk free rate' is veranderd sinds 2022, en dat moeten beleggers meenemen in hun strategie.'

Cooper Scott lichtte de benadering van haar organisatie toe: 'We zijn voorzichtig wat duration betreft, ondanks dat de Amerikaanse economie aan momentum verliest. We kiezen voor een kwaliteitsverhogende benadering bij vastrentende waarden en vermijden zeer volatiele assets zoals cryptocurrencies, ondanks het hernieuwde sentiment voor deze beleggingscategorie.'

Von Rotberg gaf aan dat binnen aandelen bepaalde sectoren minder aantrekkelijk zijn: 'We vermijden de consumer discretionary-sector in de VS. De sector blijft gevoelig voor economische cycli en inflatoire druk, en de vooruitzichten zijn op dit moment niet overtuigend genoeg.'

Degembe benoemde een andere strategie: 'Voor ons is het simpel: we onderwegen cash. Wat Amerikaanse aandelen betreft, kijken we liever naar binnenlandse bedrijven dan naar exporteurs. Binnenlandse bedrijven kunnen profiteren van fiscale stimulering en een stabielere vraag, terwijl exporteurs te maken krijgen met handelsbeperkingen en wisselkoersrisico's.'

Manioudakis legde uit hoe zijn organisatie allocceert: 'Wij werken met een kwantitatieve strategie en vermijden low-quality aandelen die te veel afhankelijk zijn van momentum. We richten ons liever op bedrijven met sterke fundamentals en een robuust groeiprofiel.'

Het debat gaf een duidelijk beeld van de uitdagingen en kansen in de markt voor 2025. ■

IN HET KORT

Beleggers verwachten een 'risk on'-omgeving door Trump's beleid van belastingverlaging en deregulering.

Over het algemeen zijn Amerikaanse aandelen duur, maar er blijft optimisme over technologie en consumtensectoren.

Inflatie en staatsschulden blijven risico's opleveren, maar er zijn kansen in high yield en private credit.

Diversificatie is cruciaal, al kunnen volatiele assets zoals cryptocurrencies en bepaalde sectoren zoals consumer discretionary beter worden vermeden.

Vertrouwen is de basis van welvaart

Economie gaat over veel meer dan alleen geld, stelt Emeritus Hoogleraar Lans Bovenberg. 'Als mensen iets geven, willen ze daar iets voor terug. En als ze iets krijgen, zijn ze bereid daar iets voor terug te doen.' Hij heeft een missie: het vertrouwen in wederkerig belang een plek geven in het economie-onderwijs.

Door Harry Geels

U wordt op de website van de NVO en Me Judice een expert van wereldfaam genoemd, mede door het door u ontwikkelde 'double dividend'-model. Kunt u hier wat meer achtergrond bij geven?

'Mijn wetenschappelijke carrière kent vier fasen. Ik ben begonnen als econoom die zich bezighield met overheidsfinanciën, waarna ik overstapte naar het vakgebied van de duurzame economie, vooral op het grensvlak van belastingen en milieu. In de derde fase concentreerde ik me op pensioenen en vergrijzing. Nu houd ik me vooral bezig met de relatie tussen ethiek en economie.

Het double dividend-model stamt uit de tweede fase van mijn carrière. In de jaren tachtig en negentig begon onder economen steeds meer het idee te leven dat we met meer belastingen op milieuvervuiling, ook wel het inprijzen van negatieve externe effecten genoemd, twee doelen konden dienen: meer duurzaamheid en een beter functionerende arbeidsmarkt. Uit ons model bleek echter dat het met milieubelastingen lastig was om beide doelen tegelijkertijd te realiseren. Meer specifiek: milieuheffingen bleken minder gunstig uit te pakken voor de arbeidsmarkt dan gedacht. Na onze paper ontstond een hele reeks van wetenschappelijke studies waarin werd onderzocht onder welke omstandigheden het dubbele dividend wel kon gelden en onder welke niet. Let wel, ons werk is niet een ontkrachting van het nut van milieubelastingen. Sterker nog, in het kader van bijvoorbeeld de klimaattransitie zijn ze nuttig. Maar ze lijken niet meerdere doelen tegelijkertijd te kunnen dienen. Er zijn mensen die stellen dat milieuheffingen

in vele opzichten de hemel op aarde zijn, terwijl anderen stellen dat ze nergens voor deugen. Geen van deze extreme standpunten klopt, iets waar ik als mens, die vaak de gulden middenweg zoekt, prima mee kan leven.'

Toch zijn milieuheffingen maar moeilijk van de grond gekomen.

'De hoofdreden daarvoor is het gebrek aan vertrouwen dat de heffingsopbrengsten ook weer terugkomen bij de burgers. Dit is in feite een gebrek aan vertrouwen in de overheid. Mensen hebben er een hekel aan als ze belastingen moeten betalen en niet weten wat ermee gebeurt. Er is een gebrek aan vertrouwen in wederkerigheid, een fundamenteel fenomeen dat mij nu, tijdens de vierde, de laatste fase van mijn carrière, erg bezighoudt.'

In diverse interviews heeft u het nodige gezegd over de stand van het economie-onderwijs en de rol van de econoom als wetenschapper in de maatschappij. Wat gaat er goed en wat niet?

'Het huidige economie-onderwijs, vooral op de middelbare school, gebruikt als basis nog steeds een verouderd mensbeeld dat door de wetenschap is ontkracht. De economische wetenschap heeft zich sinds de jaren dertig

en vooral vanaf de jaren tachtig steeds meer verbreed. Vroeger ging economie alleen over geld, maar de huidige economische wetenschap gaat over alle keuzes die mensen maken in een omgeving van schaarste. Economen houden zich in toenemende mate bezig met niet-financiële keuzes, zelfs met relaties, keuzevormen van huwelijken. Ja, zelfs de

'Ik ben er een groot voorstander van om de economische wetenschap niet alleen met de exacte wetenschappen te verbinden, maar ook met de geesteswetenschappen.'

CV

Lans Bovenberg



Lans Bovenberg (1958) is een vooraanstaand Nederlands econoom. Hij behaalde zijn doctoraal in Econometrie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en promoveerde aan de University of California, Berkeley. Hij bekleedde functies bij het IMF, het Nederlandse Ministerie van Economische Zaken, het Centraal Planbureau, was Hoogleraar Economie aan de Universiteit van Tilburg, en mede-oprichter van Netspar. Voor zijn wetenschappelijke bijdragen ontving hij in 2003 de Spinozapremie en eredoctoraten van de universiteiten van Gent en Sankt Gallen. In 2023 ging hij met emeritaat, maar hij blijft betrokken bij het Erasmus Economics & Theology Institute.

liefde. Hierbij heeft de economische wetenschap steeds meer geïmporteerd van andere wetenschappen.

Criticasters van de economische wetenschappen of het huidige kapitalistische systeem verwijzen nog altijd naar het mensbeeld van de 'homo economicus', de rationeel, nut-optimaliserende mens die alleen het eigen belang dient. Hoewel dit concept in bepaalde omstandigheden nog wel nuttig kan zijn, vooral als alle negatieve externaliteiten zouden zijn ingeprijsd, is de economische wetenschap inmiddels veel verder doorontwikkeld.

Duidelijk is dat mensen lang niet altijd rationeel zijn in hun beslissingen. Ze maken denkfouten en hechten aan sociale en ethische zaken, zoals rechtvaardigheid, duurzaamheid en wederkerigheid. Als mensen iets geven, willen ze daar iets voor terug. En andersom, als mensen iets krijgen, zijn ze bereid daar iets voor terug te doen. Het predicaat 'homo ethicus' of 'homo moralis' is veel toepasselijker. Het is dan wél van belang dat mensen erop kunnen vertrouwen dat er sprake is van wederkerigheid. En dat begint bij een overheid die we kunnen vertrouwen.

Het is overigens logisch dat het onderwijs achterloopt bij de wetenschap, maar het loopt nu wel heel erg achter. Verandering zit blijkbaar niet ingebakken in de mens. We kunnen het ook zien als het 'principle agent-probleem': de managers in het onderwijs hebben niet dezelfde belangen als de leerlingen, hun ouders en andere burgers. De legitimiteit van het economie-onderwijs op de middelbare school wordt hierdoor ondergraven.

Adam Smith schreef niet voor niets naast *Wealth of Nations* de *Theory of Moral Sentiments*!

'Het is inderdaad bijzonder dat ze op scholen wél Smith's theorieën uit *Wealth of Nations* behandelen, zoals arbeidsdeling, comparatieve kostenvoordelen en de onzichtbare hand, maar niet of veel minder hoe sociale interacties het menselijk gedrag beïnvloeden. Smith, van wie ik een enorme fan ben, introduceerde ook het idee van de 'onzichtbare hand van de moraliteit', waardoor de meeste mensen van nature geneigd zijn om rekening te houden met anderen als ze kunnen vertrouwen op wederkerigheid, zelfs in een markteconomie. Niet alleen Smith, maar ook andere bekende economen zoals Milton Friedman worden tegenwoordig in hun theorieën enorm versmald, zeg maar tot 'greed is good', hetgeen onterecht is. 'Greed is good' is ook helemaal geen wetenschappelijk concept, maar heeft onterecht een cultstatus gekregen in het neoliberalisme. Het economie-onderwijs zou ook bij de leerlingen veel meer gaan leven als het bredere verhaal over vertrouwen en wederkerigheid wordt verteld. Het huidige economie-onderwijs is door haar smalle focus op de zelfzuchtige, a-morele mens eigenlijk driemaal schadelijk: voor de leerlingen, voor de maatschappij en voor de legitimiteit van de prachtige economische wetenschap zelf.'

'Inflatie, werkloosheid en stagflatie zijn allemaal vertrouwensproblemen. Geen wonder dus dat beleggers zoeken naar andere 'vertrouwensbronnen', zoals crypto's, goud en huizen.'

U heeft in diverse uitingen theologische inzichten verbonden met economische opvattingen. Kunt u daar nog een aantal concrete voorbeelden van geven?

'Ik ben christen én wetenschapper, en ik ben eigen- >

‘Als we niet kunnen vertrouwen in wederkerigheid, ligt egoïsme op de loer. Vrijheid kan niet zonder verantwoordelijkheid.’

lijk al mijn hele leven bezig die twee met elkaar te verbinden. We kennen drie vormen van wetenschap: de alfa- ofwel de geesteswetenschappen, de bèta- ofwel de exacte of natuurwetenschappen, en de gamma- ofwel de sociale wetenschappen, waaronder ook Economie wordt geschaard. Ik ben er een groot voorstander van om de economische wetenschap niet alleen met de exacte wetenschappen te verbinden, maar ook met de geesteswetenschappen. Dus niet alleen extrospectief kijken naar hoe de mens zich in een economie gedraagt, maar ook introspectief: hoe een mens denkt en volgens welke waarden en deugden die wil leven. Economie gaat primair over samenwerken, in allerlei soorten huishoudens. Theologie, als alfawetenschap over het menselijk denken over God, heeft ons hierbij veel te bieden, omdat ‘geloof’, in welke vorm dan ook, een belangrijke bron is van lef om samen te werken, ondanks de potentiële neerwaartse risico’s van samenwerking. We spraken net over het gebrek aan vertrouwen in wederkerigheid. Als dat vertrouwen er niet is, ligt egoïsme op de loer. Vrijheid kan niet zonder verantwoordelijkheid. Ik stel dat geloof kan helpen dit vertrouwen te herstellen. Het calvinisme van Smith klinkt ook sterk door in zijn theorie van de morele sentimenten. Hierin zijn de mensen ook anders dan de dieren. Zoals Smith terecht zei: ‘I never see a dog trade a bone with another dog.’ Ik zie het vertrouwen in instituties eroderen door polarisatie en regionale machtsblokken die elkaar wantrouwen. De lessen van de voordelen en waarden van wederkerigheid en samenwerking moeten zo veel en zo vaak mogelijk doorverteld worden. Vertrouwen in de waarde van wederkerigheid is de basis van welvaart. Die lessen behoren, zoals gezegd, al geleerd te worden in het middelbare onderwijs.’

U heeft ook de Nederlandse Prijs voor de Staatshuishoudkunde gewonnen. Wat vindt u van de huidige schuldopbouw in de wereld? Zijn we in een nieuw normaal terechtgekomen? Welke scenario’s zijn er?

‘De kredietcrisis en later de coronacrisis zijn opgelost door schulden te maken, om de vraag weer te stimuleren. Nu zijn we echter in een tijd van aanbodproblemen terechtgekomen. Die houdt nog wel even aan. Specifiek voor Nederland speelt, gezien de gespannen arbeids- en huizenmarkt, het probleem van de te goedkope euro. De buitenlandse vraag naar Nederlandse producten is te groot, waardoor investeringen onder druk staan. Eigenlijk zouden we onze lonen moeten verhogen. Dan apprecieert onze reële wisselkoers. Een tijdelijke verslechtering van de concurrentiepositie schept ruimte voor binnen-

landse investeringen die onze welvaart kunnen doen groeien. Wat betreft die schuldopbouw in de hele wereld zijn er drie scenario’s: inflatie, werkloosheid, of nog erger, stagflatie, allemaal ver-

trouwensproblemen. Niet onlogisch dat beleggers zoeken naar andere ‘vertrouwensbronnen’, zoals crypto’s, goud, huizen. De opkomst van conservatief populisme is feitelijk een uiting van een gebrek aan vertrouwen in de staat als samenwerkingsverband. Dat Donald Trump crypto’s is gaan omarmen, past helemaal in dit beeld. Uiteindelijk moet het geloof in de instituties en geld als een belofte van de staat weer terugkomen. Anders zijn de gevolgen niet te overzien, bijvoorbeeld voor inflatie en werkloosheid.’

U bent ook betrokken bij Netspar. Wat zijn wat u betreft de belangrijkste onderwerpen van de huidige tijd die hier zijn onderzocht en besproken?

‘Netspar is een erfenis van mijn derde carrièrefase, toen ik met pensioenen bezig was. Ik heb hier meegedacht over de pensioenhervorming, waarvan het grootste pluspunt is dat we voor deelnemers meer op maat kunnen beleggen. De uitdaging is de preferenties van de deelnemers in termen van risico en ‘investment beliefs’ in kaart te brengen, de portefeuilles daarop af te stemmen en daar vervolgens goed over te communiceren. Ik vind verder dat er nog beter nagedacht moet worden over hoe te beleggen tijdens de opbouwfase en daarna tijdens de uitkeringsfase. Maar dat laat ik nu graag aan anderen.’

U bent nu Emeritus Hoogleraar. Welke persoonlijke ambities heeft u nog als wetenschapper, als mens, of mogelijk in de politiek?

‘De vraag wat ‘brede welvaart’, waarin de economie verbindingen legt met de psychologie en de sociologie, precies is, houdt me nu bezig. Mijn missie is ook het economie-onderwijs beter te maken en de actualiteit van het christendom als bron van vertrouwen in liefde, ook in relatie tot de economie, duidelijker te maken. Tot slot dringt zich op mijn leeftijd steeds meer de vraag op wat ik nog wil doorgeven aan de volgende generaties. Dat ik een boek wil gaan schrijven over liefde en economie past in dit plaatje. Ik geloof in de liefde als sterkste schepende kracht van het universum. Wat mij betreft is dat een belangrijke boodschap in de huidige tijd van cultuurplegging waarin het geloof in de scheppingskracht van vergevende liefde onder druk staat.’ ■

Karlijn van Lierop

Van Columbia Threadneedle Investments naar Achmea Investment Management: 'Ik wil impactbeleggen verder brengen.'



2001
MSc Public
Administration, Erasmus
Universiteit Rotterdam

1977
Geboren in Utrecht

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

'De nieuwe functie is waanzinnig. Impactbeleggen heeft me altijd na aan het hart gelegen. Het is heel bijzonder om me helemaal toe te kunnen leggen op het maken van 'real world impact' met een geweldig team van collega's en met zoveel support en commitment vanuit de directie.'

Welke aspecten van uw functie geven u nu al energie?

'De inhoud is betekenisvol en relevanter dan ooit, gezien alle (geopolitieke) ontwikkelingen.'

Wat was uw allereerste (vakantie)baantje en wat heeft u daar geleerd?

'Mijn eerste baantje was

een krantenwijk. Met mijn fiets en enorme stapels dikke zaterdagkranten ging ik door weer en wind, wat heeft bijgedragen aan mijn discipline en doorzettingsvermogen.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Achmea Investment Management?

'Dat was eind vorig jaar. Ik was direct onder de indruk van de ambities op het terrein van impactbeleggen en van het leiderschap en de ambitie van de directie.'

Wat verwacht u daar als Manager Impact Investing te bereiken?

'Mijn doel is om succesvol te zijn in het begeleiden van klanten met hun impactambities. Dat begint met het samen opstellen van een heldere strategie en ambitie op het gebied van impactbeleggen op basis van de thematische voorkeuren van de klant en zijn deelnemers. Vervolgens adviseren wij over een passende asset allocatie en een gediversifieerde portefeuille: een combinatie van top-down en bottom-up. En we selecteren de geschikte impactbeleggingen. Dat kunnen externe, interne of in partnership ontwikkelde beleggingen zijn.'

Wat is het belangrijkste dat u hebt geleerd in uw vorige baan, en hoe neemt u dat mee in deze nieuwe rol?

'In mijn vorige functie had ik een internationale rol en

heb ik veel geleerd van verschillende culturen. Het was een voorrecht om dagelijks te werken met de meest getalenteerde mensen in London, Boston, Singapore en natuurlijk in Amsterdam. En ik heb inhoudelijk heel veel geleerd van de collega's die werkzaam waren in de ESG-teams; ik heb mijn kennis op het gebied van net-zero, biodiversiteit en mensenrechten kunnen verdiepen.

In mijn huidige functie is een onderwerp als biodiversiteit ook ontzettend belangrijk. Met impactbeleggen is het mogelijk daar positief aan bij te dragen. Met investeringen in bijvoorbeeld regeneratieve landbouwgronden of duurzaam beheerde productiebossen kunnen pensioenfondsen echt verschil maken. Mijn opgedane kennis kan ik nu dus goed gebruiken.'

Wat zijn uw persoonlijke ambities?

'Mijn doel is om impactbeleggen verder te brengen en te laten zien dat diverse impactthema's zoals klimaat en biodiversiteit, maar ook gezondheid en kansengelijkheid, goed investeerbaar zijn. Ik wil klanten helpen bij hun impactbeleggingen en hen begeleiden in het proces van ambitie en de keuze van impactthema's naar concrete beleggingen en allocaties. Ik hoop impactbeleggen de komende jaren echt mainstream te kunnen maken.' ■

Thijs van Brenk

is benoemd tot Bestuursadviseur Beleggingen bij Pensioenfonds Metaal en Techniek.

Maarten Smit

is bij Northern Trust Asset Management begonnen als Quantitative Active Portfolio Analyst, Senior Vice President.

Ansfried Snijders

is toegetreden tot het bestuur van BPF Schilders.

Melissa Lin

is benoemd tot Senior Investment Manager bij PGGM Investments.

Patrick Dunnewolt

is aangesteld als Head of Business Development bij IBS Capital Allies.

Peter Korteweg

is benoemd tot Vice President bij Northern Trust Asset Management.

Filippo Merello

is begonnen als Portfolio Manager Multi-Asset & Solutions bij Cardano.

Aartie Hoeblal

is bij MN aangesteld als Directeur Fiduciaire Uitvoering.

Mark van der Wekken

is benoemd tot Director Fund Management bij Amvest.

Sebastiaan Masselink

gaat leiding geven aan het op te zetten Europese impact venture investment team van Yanmar Ventures.

Andre Smits

gaat aan de slag als Senior Advisor bij Auréus.

Ruud van Suijdam

is begonnen als Investment Manager ESG bij Pensioenfonds TNO.

Evelyne Simons

is benoemd tot Bestuurslid bij Pensioenfonds APF.

Wouter van der Jagt

heeft bij Invesco een overstap gemaakt en gaat aan de slag als Sales Manager ETF & Wholesale Benelux.

Xander Kok

is bij IBS Capital Allies aan de slag gegaan als Senior Relationship Manager.

Pim Lieveense

is gestart bij Sprekels als Partner Sustainable Investments.

André de Kraa

is toegetreden tot het bestuur van Centraal Beheer APF.

Bas Bijleveld

is benoemd tot Fiduciary Manager Responsible Investments bij APG Asset Management.

Joram Swart

is bij ABP benoemd tot Senior Specialist Private Markets.

Marco Skibinski

gaat aan de slag als Portfolio Manager Alternatives | Hedge Funds bij Dasym.

Maurice Lemans

is begonnen als Client Investment Specialist bij InsingerGilissen.

Jack Julicher

is aangesteld als Uitvoerend Bestuurder Beleggingen a.i. bij ABP.

Lauren McGeever

is benoemd tot Senior Consultant bij AF Advisors.

Noussair Aatil

is bij Amundi aangesteld als Head of Distribution, Retail & Wealth Netherlands.

**Norbert Bol**

is aangesteld als Partner External Manager Selection bij R / A Wealth Advisors.

Jeroen Visser

is begonnen als Client Relationship Manager bij Anthos Fund & Asset Management.

Pim Ligthoet

is gestart als Portfolio Manager bij Rabo Fund Management.

Bas Smit

gaat bij Oceanside aan de slag als Head of Business Development Belgium & Luxembourg.

Marcel Zuidam

is aangesteld als CEO van Triodos Bank.

Talal Jamil

is begonnen als Senior Private Wealth Manager bij BNP Paribas Wealth Management.

Louise Kooy-Henkel

is bij BlackRock aangesteld als Hoofd Sustainable & Transition Solutions EMEA.

Selma Smit-Bos

is benoemd tot Bestuursvoorzitter van Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers.

Gerco Goote

is aangesteld als CIO bij Goldman Sachs Asset Management.

Victor Verberk

gaat als CEO/CIO leiding geven aan Osmosis IM NL.

Hilco Vedders

is begonnen als Vermogensbeheerder bij Sequoia Vermogensbeheer.

Xavier Bierkens

gaat bij OHV aan de slag als Wealth Manager.

Jeroen Wiercx

is begonnen als Hoofd Liquide Beleggingen bij ABP.

Jelmer Bosscher

gaat aan de slag als Junior Specialist Beleggingen bij ABP.

Rico Fasel

is in het fiduciaire team van Goldman Sachs Asset Management benoemd tot Portfolio Manager.

Otto Raspe

is aangesteld als Hoofdeconoom bij Rabobank.

Iris Blankers

is benoemd tot Voorzitter van het Pensioenfonds Medewerkers Apotheken.

Chris van der Oord

is aangesteld als Directeur van Pensioenfonds Robeco.

Tjerk Huijsinga

is benoemd tot Onafhankelijk Voorzitter van SNPS.

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





Schaats



Schaats de Alternatieve Elfstedentocht

Voor kinderen met kanker!

23 januari 2026



Meer weten?

schaatsvoorkika.nl



DIG TODAY, REGREEN TOMORROW

BEFORE

AFTER

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



JUSTDIGGIT