

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

EEN CRISIS VOORKOMEN IS EEN ONDANKBARE TAAK

Hélène Rey, London Business School

RONDE TAFEL FIDUCIAIR MANAGEMENT & LDI

Wat gaat de Wtp betekenen
voor het beleggingsbeleid?

IK MOET CREATIEF KUNNEN ZIJN

Pim Zomerdijk,
Sprenkels



YOUNG
PROFESSIONALS
over artificial intelligence

Seminar 'Beleggen onder de Wtp'

Datum: Maandag 25 maart 2024 van 12.15 tot 17.00 uur

Locatie: Planetarium, Amsterdam

Wat betekent de Wtp voor het beleggingsbeleid? Is de keuze tussen de sociale en de flexibele premieregeling relevant voor de inrichting van de beleggingsportefeuille?

Is er straks ruimte voor een actief en dynamisch rentebeleid? Zullen ALM-studies nog een rol spelen?

Hoe vertaal je de opgevraagde risicohouding daadwerkelijk naar beleggingsbeleid? Hoe bepaal je het niveau van illiquide beleggingen?

Deze en andere actuele vragen over het nieuwe pensioenstelsel staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst over 'Beleggen onder de Wtp' op **maandagmiddag 25 maart 2024 van 12.15 tot 17.00 uur** in Amsterdam.

De middag zal worden geleid door **Evalinde Eelens**, Professioneel Pensioenfondsbestuurder en Intern Toezichthouder, Ravenna Consulting.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Rik Albrecht**, Professioneel Bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie, Toezichthouder, diverse pensioenfondsen, Adviseur, Roccade Advies
- **Cees Harm van den Berg**, Senior Strategist, APG Asset Management
- **Paul de Geus**, Professioneel Bestuurder, diverse pensioenfondsen, Voorzitter RvT, Pensioenfonds Slagers
- **Robert Kavanagh**, Head of Investment Solutions, True Partner Capital
- **Carl Kool**, Hoofd Fiduciair Management Nederland, BlackRock
- **Rik Maas**, Senior Manager, Financial Risk Management, EY Actuarissen
- **Olivier Roodenburg**, Actuaris, Senior Manager, KPMG
- **Martin Sanders**, Head of Pension Investments, AXA Investment Managers
- **Aldrik Venemans**, Senior Actuaris, Beleidsadviseur, MN

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders, medewerkers van bestuursbureaus en andere (buyside) professionals die betrokken zijn bij het beleggingsbeleid van pensioenfondsen (of verzekeraars). Uw aanmelding is onderhevig aan goedkeuring van Financial Investigator en de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Meer informatie: www.financialinvestigator.nl/seminar-25-03-2024



In samenwerking met:



BlackRock

True Partner
Capital

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Eric Adler, Rik Albrecht, Gosse Alserda, Daniele Antonucci, Henk Bets, Candice Boclé, Klaartje de Boer, Steven de Bok, Jan De Bondt, Vincent van Bijleveld, Antonio Cambio, Laurent-David Charbit, Ralph van Daalen, Maurits Daarnhouwer, Han Dieperink, Ben O'Donnell, Armijn Eikelboom, Don Gerritsen, Damien Guichard, Alex de Haas, Walid Hemmat, Huub Ten Holter, Lieke van der Horst, Marcel Jeucken, Thijs Jochems, Joyce Kerkvliet, Rik Klerkx, Bertjan Kobus, Siegfried Kok, Richard Kragtwijk, Andy Langenkamp, Jan Longeval, Iris van de Looij, Eloisa Menguzzo, Albert Menkveld, Shelley Morrison, Julia Noothout, Judith Norbart, Chong Peng, Pim Rank, Hélène Rey, Karin Roeloffs, Mark Rosenberg, Daniël Rijs, Martin Sanders, Arthur Stroj, Jan Willem Stuijvenberg, David Veredas, Diana Wesselius, Jon Wiedeman, Barbara Wokurka, Tim Zendman en Pim Zomerdijk

FOTOGRAFIE

Joep van Drunen Fotografie
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Een goed begin?

De OESO voorspelde in haar onlangs gepubliceerde rapport dat de wereldeconomie het in 2024 beter zal doen dan eerder werd verwacht doordat de verbeterde vooruitzichten in de VS de zwakte in de eurozone zullen compenseren. De groei van de wereldeconomie komt volgens de organisatie dit jaar naar verwachting uit op 2,9%. De vooruitzichten voor de grote economieën liet de OESO in haar raming voor 2025 ongewijzigd op 3,0%. Verwacht wordt dat de groei zal worden gestimuleerd door renteverlagingen van de grote centrale banken als gevolg van afnemende inflatedruk.

Bij een derde van de pensioenfondsen gaan de pensioenen dit jaar niet omhoog, blijkt uit een recente inventarisatie van het FD. Een van de afwegingen hierbij zou de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel zijn.



Door de Wtp verandert er veel op het gebied van pensioentoezeggingen en de beleggingen die daaraan zijn verbonden. Nu sturen veel pensioenfondsen op de dekkingsgraad. Wat wordt straks het nieuwe richtpunt? Over deze en andere relevante vragen ging de Ronde Tafel 'Fiduciair Management, LDI en de Wtp', waaraan tien experts onder leiding van Henk Bets discussieerden. In

dit nummer leest u hun bevindingen en delen ook andere experts hun visie over dit thema in twee thema-artikelen.

Verder is er veel aandacht voor duurzaamheid. Zo gingen zes experts met elkaar in debat over duurzaam beleggen door family offices. Private markets, fund finance, DORA en onderwijs komen ook uitgebreid aan bod in deze editie.

Hoogleraar Albert Menkveld legt het belang uit van efficiënte markten voor een betere allocatie van kapitaal in de maatschappij. Zijn collega Hélène Rey vertelt over haar rol in het voorkómen van de volgende economische crisis door goed macroprudentieel toezicht en de daarbij toegepaste voorspellingsmethoden, waarbij steeds vaker kunstmatige intelligentie wordt ingezet.

De vraag wat die groeiende rol van AI voor onze sector betekent, legde Financial Investigator voor aan acht jonge branchegenoten. Zoals elk jaar staat de eerste editie immers in het teken van young professionals. Daarom ook het cover-interview met Pim Zomerdijk, Investment Consultant bij Sprenkels, waarin hij spreekt over zijn carrièreswitch van optiehandelaar naar adviseur van pensioenfondsen. Hij heeft goed nieuws voor de sector: 'Jonge mensen veranderen vaak van baan, maar als ze eenmaal in de pensioensector werken, gaan ze er vaak niet meer weg.'

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Pensioenseminar
 'Beleggen onder de Wtp'**

**25 maart 2024
 van 12.15-17.00 uur**

**Planetarium Meeting Center,
 Amsterdam**

**Meer informatie:
[www.financialinvestigator.nl/
 seminar-25-03-2024](http://www.financialinvestigator.nl/seminar-25-03-2024)**



10

Ik moet creatief kunnen zijn

Een crisis voorkomen is een ondankbare taak



6



14

Ronde Tafel 'Fiduciair Management, LDI & Wtp'

COVERVERHAAL

10 Ik moet creatief kunnen zijn, Interview met Pim Zomerdijk, Sprekels

THEMA FIDUCIAIR MANAGEMENT, LDI & WTP

14 Ronde Tafel 'Fiduciair Management, LDI & Wtp'

26 Vijf vuistregels voor het beleggingsbeleid onder de solidaire premieregeling, Aegon Asset Management

28 Ook onder de Wtp versterken fiduciair en vermogensbeheerder elkaar, Interview met Richard Kragtwijk en Armijn Eikelboom, Achmea Investment Management

THEMA YOUNG PROFESSIONALS

62 Young Professionals: Hoe maken we de belofte van artificial intelligence waar?

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Een crisis voorkomen is een ondankbare taak, Interview met H el ne Rey, London Business School

32 Inspelen op volgende cyclus in private markten, PGIM Private Alternatives

34 Private Credit: an all-weather asset class?, Allianz Global Investors

36 Fund finance: evolution, insights & opportunities, Interview met Shelley Morrison, abrdn

40 Goed werkende effectenbeurzen zijn van groot belang, Interview met Albert Menkveld, Vrije Universiteit Amsterdam

44 Building portfolio resilience with natural capital, Climate Asset Management

46 Generating long-term value with regenerative agriculture, Interview met Laurent-David Charbit, Tikehau Capital

48 Success in sustainable investing requires a focus on governance, data and talent, Deloitte

50 Paneldiscussie 'Duurzaam beleggen door Family Offices'

56 Active learning about asset management, Interview met Jan De Bondt, Jan Longeval en David Veredas, Vlerick Business School

58 Aftellen naar DORA, nog 1 jaar te gaan!, Orange Clover

S Gesponsord

60 Adjusting to a fragmented world, Interview met Daniele Antonucci, Quintet Private Bank, en Iris van de Looij, InsingerGilissen

COLUMNS

- 9 IVBN:** Ouderenhuisvesting brengt beweging in de woonketen
- 25 Thijs Jochems:** Nederland verWildert, hoe nu verder?
- 31 CFA Society Netherlands:** Vernieuwd ethisch leiderschap in beleggen
- 39 Han Dieperink:** Einde kapitalisme door passief beleggen
- 68 Andy Langenkamp:** Geopolitiek hedgen noodzakelijk?
- 70 Pim Rank:** Met de CSDDD duurzaam ten onder?

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 69** Boeken & Papers
- 71** On the move special: **Klaartje de Boer**
- 72** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 07/03** Ronde Tafel 'High Yield Bonds'
- 08/03** Ronde Tafel 'Beleggen in (Nederlandse) hypotheke'
- 25/03** Seminar 'Beleggen onder de Wtp'
- 05/04** Ronde Tafel 'Opportunities in Emerging Market Debt'
- 12/04** Ronde Tafel 'Energy Transition Infrastructure'
- 18/04** Seminar 'Biodiversity & Climate: how to link and implement these in your investment portfolio?'
- 14/05** Seminar 'Economic potential of AI'
- 16/05** Ronde Tafel 'Active & Passive Investing'
- 04/06** Seminar 'Climate Opportunities in Real Assets'
- 21/06** Ronde Tafel 'Zorgvastgoed'
- 25/06** Ronde Tafel 'How to Benchmark, Implement, Manage & Measure Biodiversity'
- 28/06** Ronde Tafel 'Sustainable Investing in Private Equity & Venture Capital'
- 02/07** Ronde Tafel 'Net Zero Portfolio Management'
- 04/07** Ronde Tafel 'Carbon Pricing & Carbon Credits'



50

Paneldiscussie 'Duurzaam beleggen door Family Offices'



Young Professionals over artificial intelligence

62

40

Goed werkende effectenbeurzen zijn van groot belang



TIKEHAU CAPITAL:

Investing in artificial intelligence requires a selective approach

'Artificial intelligence is a complex topic for investors. On one hand, a significant majority of investors are captivated by the idea that AI will revolutionise the world and our work processes. On the other hand, the substantial investments in this field may lead to a suboptimal allocation of capital, potentially eroding financial value as not all investments will prove relevant,' said Thomas Friedberger, Deputy CEO of Tikehau Capital, in a recent interview with WanSquare, a French digital media publication.

Friedberger reflected on the current status of the AI industry. 'While AI is expected to generate significant productivity gains in the medium term, the current phase involves

substantial capital expenditure, carrying the risk of misallocation and subsequent financial losses. In navigating this landscape, a discerning and selective approach is crucial, starting with disciplined evaluations of entry valuations – no easy feat given the enthusiasm surrounding this theme. For us, the opportunities in AI, supercomputers and the cloud lie in companies developing AI-based solutions, especially those enhancing cloud security and fortifying information systems against cyber-attacks.'

He added: 'Our focus, particularly through our private equity strategy dedicated to cybersecurity, is to identify and invest in these players. Cyber risk has seen a notable surge



during the COVID-19 crisis. We recognise cybersecurity as a megatrend for growth, akin to the energy transition. Within our organisation, we prioritise the industrial applications of AI over more consumer-oriented AI investment opportunities. Identifying and supporting tomorrow's European cyber champions is a significant challenge for Europe as a whole and we aim to contribute to this development.'

DE TIPS VAN

Julia Noothout

Welke les heb je geleerd in je carrière?

'Kies voor wat je leuk vindt! Toen ik de studie Geneeskunde koos, wilde ik arts worden. Maar uiteindelijk bleek het niks voor mij. Ik besloot een technische master te doen, gevuld met programmeren. Ik had geen duidelijk einddoel voor ogen, maar wilde vooral doen wat ik leuk vond. Na vier jaar te hebben gewerkt, trokken duurzaamheid en finance steeds meer mijn aandacht. Eerst als hobby, maar door een mooie vacature bij a.s.r. werk ik sinds 2021 met veel plezier als

Portfolio Manager en ESG Data Specialist. Ook al had ik met mijn keuzes niet altijd een duidelijk einddoel voor ogen, van geen enkele heb ik spijt. Ik heb er een hele rits aan vrienden, kennis, maar vooral leuke tijden aan over gehouden!'

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

'De podcast '28ish Days Later' van de BBC. Voor alle vrouwen die hun (vrouwelijke) superpowers willen ontdekken en voor alle anderen die vrouwen gewoon wat beter willen leren kennen.'



Julia Noothout is Portfolio Manager en ESG Data Specialist bij a.s.r. Daarvoor was ze vier jaar Data Scientist Medical Image Analysis bij UMC Utrecht en Amsterdam UMC.

BPF SCHILDERS:

Effectenbewaring en beleggingsadministratie uitbesteed aan BNY Mellon

Bpf Schilders heeft BNY Mellon aangesteld als custodian en beleggingsadministrateur voor haar totale belegde vermogen. Naast de bewaarneming van de effecten zal BNY Mellon voor het fonds de beleggingsadministratie, de toezichthouderrapportage, de performancemeting en de controle van de beleggingsmandaten verzorgen. Bpf Schilders is het bedrijfstakpensioenfonds voor het schilders-, afwerkings- en glaszetbedrijf in Nederland. Momenteel heeft het fonds 109.600 deelnemers en een belegd vermogen van € 8 miljard.

AFM:

Versnelling duurzaamheids-transitie noodzakelijk

De duurzaamheidstransitie van de financiële sector gaat minder snel dan gewenst, zo waarschuwde de AFM bij de bekendmaking van haar toezichtagenda voor 2024. Er is in 2024 (nieuwe) wetgeving waar de financiële sector aan moet voldoen en waar de AFM toezicht op gaat houden.

De ontwikkeling van een integrale strategie voor het toezicht op duurzaamheid is één van de prioriteiten van de AFM. Ook digitalisering, grensoverschrijdende financiële dienstverlening en het toezicht op de pensioentransitie staan op de agenda van 2024.

Volgens de organisatie is de druk op verduurzaming op allerlei terreinen binnen de financiële sector groot, maar zijn er ook zorgen over de snelheid waarmee de duurzaamheidstransitie doorzet. Zo wijst de AFM erop dat uitgevende instellingen en accountants te maken krijgen met nieuwe Europese verslaggevingsregelgeving, terwijl de beschikbare duurzaamheidsdata voor deze rapportagevereisten vaak nog tekort zou schieten.

Een ander vraagstuk dat de AFM ziet, is het vinden van de optimale balans tussen financieel rendement en de ESG-impact van beleggingen. De wijze waarop duurzame beleggingen worden gepresenteerd, sluit volgens de organisatie vaak nog onvoldoende aan bij de motivaties van consumenten.

DNB:

Kwart Psf en APF-kringen verwacht niet in te varen

Ongeveer één op de vier pensioenfondsen en APF-kringen verwacht niet in te varen. Dat blijkt uit de reacties op de Wtp-monitorings-vragenlijst die in oktober door DNB en de AFM naar pensioenfondsen is verstuurd. Volgens DNB zijn het vaak kleinere of middelgrote pensioenfondsen of APF-kringen die niet van plan zijn in te varen.

Op het totaal van alle (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden gaat het met zo'n 500.000 personen om minder dan 3%. Desalniettemin vindt de bank deze groep groot genoeg voor extra aandacht vanuit het toezicht.

Uit het gesprek dat DNB recent is aangegaan met niet-invarende pensioenfondsen, bleek dat de fondsen sterk leunen op de voorkeur van de werkgever. De bank noemt dit niet verrassend, omdat de primaire verantwoordelijkheid voor het niet doen van een in-vaarverzoek bij de werkgever ligt. DNB meent echter wel dat het vanuit de regiefunctie belangrijk is dat het fonds de dialoog opzoekt met de werkgever over de vraag of invaren voordelen biedt voor (ex-)deelnemers en/of gepensioneerden.

Invaren is als standaardpad in de wet opgenomen. DNB vindt het van belang dat de keuze voor niet-invaren zorgvuldig wordt genomen en de evenwichtigheid van het besluit wordt onderbouwd. Dat is primair de verantwoordelijkheid van de werkgever, maar fondsen hebben volgens de bank zelf ook een belangrijke rol.

**INVESCO:**

7 redenen om optimistisch te zijn over wereldeconomie

Ondanks het onrustige begin van 2024 zijn er volgens beleggingsstrateeg Kristina Hooper van Invesco zeker zeven redenen om nog optimistisch te zijn over de wereldeconomie.

- 1 De desinflatie in de VS zet door, wat volgens Hooper laat zien dat het lukt om de Amerikaanse inflatie in te dammen. 'We zijn de weg richting de 2%-doelstelling ingeslagen.'
- 2 De economische groei in de VS was in het vierde kwartaal van 2023 beter dan verwacht en ook andere data waren positief volgens de beleggingsstrateeg. 'Ik ben er vrij zeker van dat de Fed de rente in het tweede kwartaal zal verlagen.'
- 3 De meest recente productiecijfers uit de eurozone stonden op het hoogste punt in tien jaar. Een positief signaal, meent Hooper.
- 4 De verstoringen in het scheepvaartverkeer in de Rode Zee hebben tot minder economische problemen geleid dan verwacht. Dat komt volgens Hooper onder andere doordat er na de pandemie veranderingen waren doorgevoerd in de toeleveringsketens.
- 5 De markt was enigszins teleurgesteld over de recente hawkish opstelling van de ECB, maar Hooper weet zich gerustgesteld door de evaluatie van de inflatieontwikkeling door de bank.
- 6 Meer stimuleringsmaatregelen in China kunnen een grote rol spelen in de marktontwikkelingen van 2024, aldus Hooper. 'Recente maatregelen laten zien dat beleidsmakers een einde willen maken aan de zwakte van de aandelenmarkt.'
- 7 Japan wil juist wat hogere inflatie aanhouden na de lange periode van lage groei, lage inflatie en lage rente. De verwachte grootste loonstijging in decennia zal heel positief zijn voor de Japanse economie, verwacht de beleggingsstrateeg.

Een crisis voorkomen is een ondankbare taak

De methoden om een financiële crisis te voorspellen worden almaar geavanceerder. Met behulp van kunstmatige intelligentie, meer specifiek machine learning, is het mogelijk om steeds trefzekerder in te grijpen. Maar het voorkomen van een financiële crisis is geen dankbaar werk. ‘Als je succesvol ingrijpt, denkt men dat er niets aan de hand was.’

Door Joost van Mierlo

Het zijn de woorden van Hélène Rey, een van de meest vooraanstaande economen van dit moment. Een mede door haar ontwikkeld model, of beter gezegd ‘model der modellen’, kan door tal van macroprudentiële toezicht-houders worden ingezet en kan financiële autoriteiten helpen het kredietbeleid van banken en andere financiële instellingen te temperen.

Macroprudentieel toezicht is een tamelijk nieuw fenomeen. Vooral in Europa werd het nodig gevonden om het toezicht op het bankwezen aan te scherpen na de uitbraak van de kredietcrisis in 2008. Het vormt nu een integraal onderdeel van het financiële toezicht en is, naast het monetair beleid van centrale banken en de begrotingsdiscipline van overheden, een van de machtige wapens om een financiële crisis te voorkomen.

Rey is een van de pioniers op dit gebied. Na opleidingen in Frankrijk, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk doceert Rey sinds 2007 als Hoogleraar aan de London Business School. Als onafhankelijk lid van de Haut Conseil de Stabilité Financière, de Franse macroprudentiële toezicht-houder, is ze actief betrokken bij het Franse financiële beleid. ‘Het is een tamelijk nieuwe activiteit. We blijven op zoek naar verbeteringen in ons beleid, vooral wat betreft de manier waarop we dat beleid communiceren.’

U maakt gebruik van kunstmatige intelligentie, en dan met name machine learning. Is de economische wetenschap daarmee bezig science fiction te worden?

‘Dat is absoluut niet aan de orde. Het is heel moeilijk om een specifiek model te vinden dat precies aangeeft waar de risico’s liggen. Economische omstandigheden veranderen en de situatie verschilt per land. Er gebeurt altijd wel ergens iets verrassends. Het model dat wij hebben ontwikkeld, gebruikt in feite allerlei verschillende bestaande modellen. De machine learning-component helpt de verschillende modellen bij elkaar te voegen en zo accuraat mogelijke voorspellingen te maken. Het helpt om met steeds grotere zekerheid, of beter gezegd met een steeds kleinere foutenmarge, aan te geven hoe hoog het risico op een systeemcrisis is.’

We maken gebruik van econometrische modellen, met name van statistische modellen van zogenoemde neurale netwerken. Het zou zelfs mogelijk zijn om de voorspellingen van bepaalde economen of opiniepeilingen te gebruiken, al ontbreekt het wat dat betreft nog aan vol-

doende betrouwbare informatie. Door deze gegevens bij elkaar te voegen zijn we in staat om die informatie te gebruiken die voor dat moment het meest relevant is. Maar let wel, het gaat hier niet om het vinden van causale relaties. Het is een systeem om voor ieder

‘Machine learning helpt om met een steeds grotere zekerheid aan te geven hoe hoog het risico op een systeemcrisis is.’

CV

Hélène Rey



Hélène Rey (1970) studeerde Economie aan de École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique in Parijs, met vervolgstudies aan Stanford University in Californië en de London School of Economics, waar ze in 1998 promoveerde. Rey doceerde enkele jaren aan Princeton University en is sinds 2007 Hoogleraar aan de London Business School. Sinds 2014 is ze een van de drie onafhankelijke leden van de Haut Conseil de Stabilité Financière, de Franse macroprudentiële toezichthouder.

moment zo accuraat mogelijke voorspellingen te doen. Wat ermee wordt gedaan, is voorbehouden aan de toezichthouders, met name aan de diverse macroprudentiële toezichthouders.'

Een van de verrassende uitkomsten van uw onderzoek is dat er uiteenlopende oorzaken zijn voor diverse financiële crises in verschillende landen, zelfs als die crises op hetzelfde of bijna hetzelfde moment plaatsvinden.

'Dat vind ik niet echt verrassend. Er bestaan nu eenmaal grote verschillen tussen landen. Neem bijvoorbeeld de hypotheekmarkt. Er bestaan institutionele verschillen met betrekking tot de looptijd van de hypotheek. In sommige landen wordt eerder gekozen voor een variabele rente, terwijl in andere landen een vaste rente gebruikelijker is. Sommige landen stellen andere eisen aan banken, of er is een verschil in hoe belangrijk de aandelenmarkt in een bepaald land is. Het zorgt er al met al voor dat het heel goed verklaarbaar is dat ons model verschillende probleemgebieden belicht als het gaat om het risico op een financiële crisis.'

Is het macroprudentiële toezicht een betrekkelijk recent fenomeen?

'Het is feitelijk een wezenlijk onderdeel van het Basel III-akkoord, dat op zijn beurt weer een reactie was op de kredietcrisis van 2008. Het was duidelijk dat de leverage van banken tot een ongewenst niveau was gestegen, zonder dat autoriteiten ingrepen. De buffers die banken aanhielden, waren onvoldoende met het oog op de enorme leningen die werden aangegaan. Er ontstond een systeemrisico dat niet werd geadresseerd

door de bestaande autoriteiten. Daarop werd gereageerd met het oprichten van tal van toezichthouders wier taak het was om een vinger aan de pols te houden wat betreft dit systeemrisico. De Britse Financial Policy Committee, binnen de Bank of England, is daar een voorbeeld van, net als de Haut Conseil de Stabilité Financière, waar ik lid van ben, en binnen de EU is de European Systemic Risk Board actief.

Niet overal heerst overigens de overtuiging dat dit een wenselijke ontwikkeling is. De Verenigde Staten is wat dit betreft de meest in het oog springende uitzondering. Daar is geen aparte macroprudentiële toezichthouder met de mogelijkheid om in te grijpen. Het is een van de institutionele verschillen die ik al eerder heb aangegeven.'

U bent lid van de Franse macroprudentiële toezichthouder. Die wordt voorgezeten door de Franse minister van Financiën. Gaat dat niet ten koste van de noodzakelijke onafhankelijkheid van zo'n toezichthouder?

'Er zijn in totaal acht leden, met onder andere de directeur van de centrale bank, het hoofd van de mededingingsautoriteit en het hoofd van het boekhoudtoezicht, en in totaal drie onafhankelijke leden. De minister van Financiën is dus niet in staat om in zijn of haar eentje beslissingen te torpederen. Maar we doen altijd ons best om beslissingen te nemen waar we allemaal achter kunnen staan. Daar is de interne discussie op gericht. Het gaat er

ook niet om bij iedere zorgwekkende ontwikkeling in te grijpen. Dat doen we alleen wanneer we vrezen dat er sprake is van een systeemrisico, als een crisis in een bepaalde financiële markt over dreigt te slaan op andere markten. Het gaat om heel specifieke >

'Hoe vervelend onze maatregelen ook zijn, ze zijn nog altijd aanzienlijk minder ingrijpend dan een financiële crisis.'

‘Er is een dringende behoefte aan een Capital Markets Union die kan helpen bij de financiering van de energietransitie.’

maatregelen die we nemen. Zo kunnen we bepaalde onderdelen van de hypotheekmarkt aanpakken. Of het nu gaat om leningen voor mensen die voor het eerst een hypotheek afsluiten, voor mensen die woningen kopen om ze te verhuren, of voor kopers van tweede of derde woningen: het kan heel specifiek worden geadresseerd. Maar het gaat verder. We kunnen maatregelen nemen rond de kapitaalbuffers voor banken.’

En als het werkt en een financiële crisis wordt voorkomen, dan zeggen mensen: was dat nu werkelijk allemaal nodig?

‘Het is in zekere zin inderdaad een heel ondankbare taak. Er bestaat immers veel kritiek op de maatregelen die we nemen. Dat hebben we recent gemerkt toen we er in Frankrijk voor zorgden dat ontwikkelingen op de hypotheekmarkt de toekomstige financiële stabiliteit niet in gevaar zouden brengen. De kritiek is begrijpelijk. Het gaat om maatregelen die mensen direct raken. We moeten er dus zorgvuldig mee omgaan. We zullen alleen maatregelen nemen als er sprake is van systeemproblemen. Maar hoe vervelend onze maatregelen ook zijn, ze zijn nog altijd aanzienlijk minder ingrijpend dan een financiële crisis. Die is ontwrichtend voor een maatschappij. Niet alleen sociaal gezien, maar ook op politiek niveau.’

Hoe belangrijk is coördinatie? Het heeft immers weinig zin om strengere regels voor de hypotheekmarkt te bedenken als de centrale bank de rente verlaagt.

‘Dat is de reden dat in Frankrijk vertegenwoordigers van alle relevante financiële instituten betrokken zijn bij de beslissingen. In het Verenigd Koninkrijk is de vergelijkbare Monetary Policy Committee onderdeel van de Bank of England. Het gaat om aanvullende maatregelen. Een renteverandering is in zekere zin een vrij grof instrument. Het is een besluit dat het hele financiële systeem raakt. Binnen het macroprudentiële toezicht gaat het om doelgerichte maatregelen.’

U heeft al aangegeven dat de situatie rond het macroprudentiële toezicht in de Verenigde Staten te wensen overlaat. Hoe zit het met de coördinatie binnen Europa en de EU?

‘Er zijn in de afgelopen jaren grote stappen gezet. Er is

natuurlijk de European Systemic Risk Board, die de situatie voor de hele EU in de gaten houdt en

aanbevelingen doet. Daarnaast zijn er de European Banking Authority en het Single Supervision Mechanism (SSM), die voor harmonisatie van toezichteisen zorgen. Verder hebben we direct overleg met macroprudentiële toezichthouders in andere landen. Maatregelen die wij nemen voor Franse banken gelden ook voor banken uit andere landen die in Frankrijk actief zijn. Als we beperkingen opleggen aan leningen rond vastgoed voor Franse banken, moet ook een Nederlandse bank die op dat terrein in Frankrijk actief is zich daaraan houden. Er is wat dat betreft een gelijk speelveld voor alle betrokkenen.’

Maar het is nog altijd niet de Europese Banken Unie, waar sinds jaar en dag om wordt gesmeekt.

‘Nee, dat klopt. Er is sprake van harmonisatie rond het beleid ten aanzien van de grotere banken via SSM, dus er is wel sprake van vooruitgang. Maar bij de situatie rondom Credit Suisse vorig jaar, officieel natuurlijk buiten de EU, werd duidelijk dat er nog altijd tekortkomingen zijn in het systeem. Dat geldt met name als het op besluiten aankomt. Zelf ben ik een verklaard voorstander van een Europese Banken Unie en ik hoop druk te blijven uitoefenen om ervoor te zorgen dat die er uiteindelijk komt. De financiële stabiliteit in Europa zou erbij gebaat zijn.

Maar het is waarschijnlijk niet eens het grootste probleem dat er op dit moment bestaat. Er is echt een dringende behoefte aan een Capital Markets Union die kan helpen bij de financiering van de energietransitie waar we de komende jaren mee te maken hebben. Hetzelfde geldt voor de investeringen in digitalisering die de komende decennia noodzakelijk zijn. Het gebrek aan een gecoördineerd beleid binnen de EU is een enorme hindernis.’

Terug naar uw model. Is de situatie er het afgelopen jaar beter op geworden? Is de kans op een financiële crisis nu groter of kleiner dan een jaar geleden?

‘Ik zou willen dat ik het kon zeggen. Maar we moeten tijd en geld vinden om het model bij te werken met de laatste gegevens.’ ■

Ouderenhuisvesting brengt beweging in de woonketen

Het tekort aan geschikte woningen voor ouderen is een groeiend maatschappelijk probleem. Hoewel de schattingen uiteenlopen, weten we nu al dat de geplande 290.000 ouderenwoningen van het overheidsprogramma Wonen en Zorg niet genoeg zijn.

De woningmarkt piept en kraakt, terwijl passende huisvesting voor ouderen een doorbraak kan brengen. Want hoewel het tekort in alle segmenten van de woningmarkt speelt, is de schaarste aan seniorenwoningen het nijpendst. In 2040 bestaat meer dan een kwart van de Nederlandse bevolking uit 65-plussers, waarvan een derde ouder is dan 80 jaar. Senioren zijn daarmee de snelst groeiende bevolkingsgroep.

Als gevolg van het ouderenbeleid van de afgelopen kabinetten blijven ouderen zo lang mogelijk thuis wonen. Vaak is verhuizen naar een verpleeghuis de laatste en ook de enige optie. Dit heeft niet alleen gevolgen voor de ouderen zelf, maar ook voor het hele zorgsysteem, dat onder druk staat door de groeiende zorgvraag, het nijpende personeelstekort en de alsmat stijgende kosten. Want totdat het écht niet meer gaat, wonen ouderen veelal in te grote huizen die niet aansluiten op hun woonwensen. Woningen die niet gericht zijn op zo lang mogelijk zelfstandig wonen en waar jonge gezinnen met een middeninkomen om staan te springen.



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Nieuw beleid

Door de mogelijkheden voor ouderen om naar passende woningen te verhuizen te verruimen, sla je meerdere vliegen in één klap: het helpt de zorgkosten te beteugelen, het brengt de noodzakelijke doorstroming op de woningmarkt op gang, én het faciliteert veilig, gezond en zo lang mogelijk zelfstandig wonen. Maar dat vraagt wel om gerichte actie en nieuw beleid. Waar nu de nadruk ligt op woningen voor

starters en gezinnen, zal er op zijn minst een evenredige inzet moeten komen op woningen voor ouderen. Met moderne en aantrekkelijke woonvormen zoals co-housing en co-living, gericht op ontmoeten en sociale cohesie. Concepten die zorg en wonen combineren, omdat deze aspecten voor de doelgroep zo nauw verbonden zijn.

Woonomgevingen met maatschappelijke voorzieningen kunnen substantieel bijdragen aan het beperken van de zorguitgaven. Immers, in een passende woning die is ingericht op veiligheid en zelfstandigheid is een belangrijk deel van de zorgondersteuning niet of substantieel minder nodig. Daarnaast zet het een rem op de alsmat stijgende zorgkosten én het draagt bij aan een oplossing voor het tekort aan mensen die werken in de zorg. Kortom, er zijn redenen genoeg om te voorkomen dat ouderen pas verhuizen als het eigenlijk al te laat is.

Breng beweging in de woonketen

Gemeenten staan – samen met de landelijke overheid en de zorgverzekeraars – voor de grote opgave om het gapende gat tussen zelfstandig wonen en het verpleeghuis te dichten. Die opgave kent vele componenten: van het aanwijzen van locaties, het bepalen van de noodzakelijke voorzieningen in de woning, het borgen of verbeteren van de bereikbaarheid van faciliteiten in de directe omgeving, tot en met het financieel aantrekkelijk maken van het verhuizen door ouderen. Door moderne ouderenhuisvesting een van de speerpunten in het beleid te maken, kunnen we met elkaar komen tot meer dan alleen een kleine woning zonder trap. Het alternatief voor de huidige te grote woning van de oudere zal dan aantrekkelijker worden om de noodzakelijke doorstroming op de woningmarkt op gang te brengen. Dit kan door krachtenbundeling: van gericht overheidsbeleid, integrale gebiedsontwikkeling en locatieaanwijzing door gemeenten in samenwerking met woningcorporaties en de investeringskracht vanuit de markt. ■



Ik moet creatief kunnen zijn

Als je de behoefte van je klant niet begrijpt, heb je weinig aan perfecte berekeningen. Financial Investigator sprak met Pim Zomerdijk, Investment Consultant bij Sprekels.

Door Lies van Rijssen Fotografie Kees Rijken

‘Van cijfers hield ik altijd al. Zo nerdy ben ik wel. Al jong wist ik dat ik daar iets mee wilde gaan doen later. Als kind betekenden cijfers voor mij: geld. Zakgeld. Of wat ik verdiende met een karweitje voor de bureu. De opbrengst van het snoep dat ik doorverkocht op het schoolplein. Op mijn dertiende verjaardag stond niet de visite als eerste op de stoep, maar een pak folders. Want vanaf je dertiende mocht je folders gaan bezorgen. Dat verhaal heb ik nog vaak van mijn ouders moeten horen. Later kreeg ik oog voor de exacte vakken: scheikunde, wiskunde en natuurkunde. Niet dat ik er van het begin af aan heel erg goed in was, maar er zat veel uitdaging in. Ik ben ook creatief. In die tijd tekende en schilderde ik graag. Op het gymnasium bleken dit tot mijn spijt geen keuzevakken te zijn. Ik ben nog met mijn ouders naar school gegaan om te vragen of ik in mijn bètaprofiel toch ook voor tekenen mocht kiezen, eventueel als vrijwillig extra vak. Het mocht niet: system said no.

Na mijn eindexamen ging ik Econometrie studeren. Op de Erasmus Universiteit bezocht ik nog de open dag voor Economie en Bedrijfskunde, maar ik haakte af toen ik de gigantische, tot op de balkons afgeladen volle collegezalen zag. Bij Econometrie zaten we in een klein klaslokaal waar bijzondere types ons onderwezen. Oude mannen met wilde haren, maar inhoudelijk zeer sterk. Econometrie was geen makkelijke studie, maar het ging mij goed af. Buiten de lesuren begon de beurshandel me steeds meer te boeien. Ik kon een stageplaats krijgen bij een handelshuis in Amsterdam. Dat beviel me goed. Ook van hun kant, want ze wilden me na mijn stage aanhouden, eerst als

Trading Assistant en later als Graduate Intern om mijn masterscriptie over optiehandel en optieprijsen inhouse te schrijven. Wat ik deed, vond ik erg interessant qua theorie en ik was ervan overtuigd dat ik in dat werk door zou gaan.

Toen ik bijna klaar was met mijn studie, bood het handelshuis me een baan als optiehandelaar aan. Op die prachtige kans zei ik direct ‘ja’. In het begin ervoer ik een steile leercurve waarbij ik in combinatie met de complexe theorie snel moest handelen, om zo, slim en snel, geld te verdienen. Lang nadenken over vraagstukken zoals dat op de universiteit kon, was er niet meer bij. Het ging ineens ook over heel veel geld en dat terwijl ik nog met één been in de studentenwereld stond en nog met vrienden in een studentenhuus woonde. Het abstracte geldspel wende snel. En precies dat ging aan me knagen. Ik vroeg me af wat mijn toegevoegde waarde voor de samenleving eigenlijk was.

Het was 2019, een niet al te spannend beursjaar met weinig actie en volatilititeit. Mijn dagelijkse werkzaamheden waren tamelijk eentonig. Tijdens een vrijdagmiddagborrel met vrienden liet ik me ontvallen dat ik eigenlijk al opzag tegen de maandag. Ik was 24 en mijn vrienden reageerden: ‘Pim, dat is geen goed teken...’ Ik heb toen uiteindelijk besloten ontslag te nemen. Ook wel met pijn in mijn hart, omdat ze me daar veel kansen hadden

geboden en ik, juist op het moment dat ik iets ‘terug’ kon gaan doen, de handdoek in de ring gooide. Maar het was goed om mijn gevoel te volgen. Ik begon in te zien dat ik >

‘Correcte cijfers over de schutting gooien is onvoldoende.’

‘Jonge mensen veranderen vaak van baan, maar als ze eenmaal in de pensioensector werken, gaan ze er vaak niet meer weg.’

behoefte had aan werk met een groot kwantitatief element, maar ook met een sociale component, waar echte vraagstukken op tafel zouden komen om over te adviseren. Maar waar kón dat?

Ik ging een maand op reis en sprak daarna met allerlei mensen, ook recruiters. Ik hoorde over kwantitatieve consultancy en de investment-afdeling van Sprenkels (toen nog Sprenkels & Verschuren). Ik ging daar praten en kon vrijwel meteen, in december 2019, beginnen. Nu heb ik het gevoel dat ik echt zit waar ik wil zitten. En wat me nog het meest verrast heeft, is dat ik hier zoveel creativiteit kwijt kan. Ik kan eindelijk mijn bètakant met mijn creatieve kant combineren.

Grote politieke en maatschappelijke ontwikkelingen brengen in deze tijd extra regelgeving op gang. Sinds de Russische inval in Oekraïne ligt de focus van banken, verzekeraars en custodians noodgedwongen weer sterk op sanctie- en antiwitwaswetgeving en de naleving daarvan. Zulke organisaties moeten hele teams inrichten om te zorgen dat er niets tussendoor glipt. Gebeurt dat wel, dan kunnen ze hoge boetes krijgen. In mijn werk is vooral duurzaamheid en ESG-regelgeving belangrijk. Met regelgeving over geldstromen en financieringen kun je veel gedaan krijgen. Dat ziet de Europese Commissie ook in. Met regelgeving voor de financiële sector bereiken ze veel op het gebied van hun duurzaamheidsdoelen. Bijvoorbeeld via de SFDR en het green bonds-concept.

Een ander heel groot thema in mijn werk is momenteel het nieuwe pensioenstelsel. Pensioenfondsen vormen een belangrijk deel van mijn klanten. Zij worden door het pensioenstelsel geconfronteerd met veel belangrijke keuzes die in een korte tijd gemaakt moeten worden. Naast de aandacht die hun dagelijkse bedrijfsvoering vergt, moeten ze dat nieuwe stelsel zien te implementeren. Sommige fondsen willen per 1 januari 2025

over. Dan telt elke dag. We werken overigens niet alleen voor pensioenfondsen, maar ook voor organisaties als goede doelinstellingen en vakbonden.

Jongeren vinden de pensioensector vaak een stoffige wereld, vooral geschikt om grappen over te maken. Vrienden die ook academisch geschoold zijn maar niets van pensioen weten, menen vaak dat pensioenfondsen niet efficiënt werken en veel geld kosten. Regelmatig krijg ik de vraag of zélf beleggen niet meer oplevert. Dat verbaast me. Ik zie juist hoeveel slimme koppen er bij of voor pensioenfondsen werken en weet van de schaalvoordelen, de solidariteit en de zorgvuldige besluitvorming. De impact van pensioen is zó groot: mensen gaan er gewoon vanuit dat ze op een zeker moment kunnen stoppen met werken en dan voldoende geld hebben om op de oude voet verder te gaan met hun leven. Vooral bij jongeren is dit bewustzijn belangrijk. Hoe verder verwijderd van je pensioen, hoe groter de impact die jouw bij een pensioenfonds belegde geld nog kan maken. Via pensioeninvesteringen kunnen we bovendien enorm bijdragen aan allerlei duurzaamheidsdoelen, want met het gigantische Nederlandse pensioenvermogen kun je werkelijke bewegingen in gang zetten. Activistische partijen en ook de overheid spreken de sector erop aan als die niet genoeg verantwoord belegt.

Jonge mensen veranderen vaak van baan, maar als ze eenmaal in de pensioensector werken, gaan ze er vaak niet meer weg. Zo interessant is deze wereld blijkbaar. Ik zie de gemiddelde leeftijd van de medewerkers in de sector dalen. Als ik kijk naar de leeftijds- en man-vrouwverdeling, zie ik bij klanten de samenstelling van besturen en beleggingscommissies diverser worden. Natuurlijk, er blijft nog een slag te slaan. Diversiteit en inclusiviteit zijn geen doel op zich, maar moeten vanzelfsprekend zijn. Het helpt een

‘Met regelgeving over geldstromen en financieringen kun je veel gedaan krijgen.’

CV

Pim Zomerdijk

Pim Zomerdijk is Investment Consultant bij Sprenkels. Nog tijdens zijn studie Econometrie ging hij in 2015 werken bij handelshuis WEBB Traders in Amsterdam. Na zijn afstuderen in 2019 werd hij daar Options Trader. In december 2019 maakte Zomerdijk de overstap naar Sprenkels.



goede afspiegeling van de achterban aan tafel en meer meningen op tafel te krijgen. Niemand zou zich buitengesloten moeten voelen. Ik heb dat zelf gelukkig noch hier op kantoor, noch bij klanten ooit zo ervaren.

Je kunt eindeloos veel rekenen en slides vol cijfers tonen, maar als je niet helder kunt vertellen waarom je dat doet en de behoefte van je klant niet goed doorgrondt, dan helpen al die cijfers niet. Op de universiteit leer je dat alles moet kloppen. Berekeningen, cijfers, bewijzen. Maar je leert niet de vertaling te maken naar hoe je klant jouw input kan inzetten bij zijn besluitvorming. Dat moet je in de consultancysector wel kunnen. Wij zijn hier zeer kwantitatief ingesteld, veel collega's hebben een achtergrond in Econometrie of Wiskunde. Maar essentieel is dat we bruikbare, toepasbare informatie opleveren. Correcte cijfers over de schutting gooien is onvoldoende. We moeten creatief nadenken om de klant in zijn behoefte verder te helpen en daarnaast leesbaar schrijven en helder uitleggen.

Het moment dat ik besloot mijn baan als optiehandelaar op te zeggen, was het belangrijkste moment in mijn loopbaan tot nu toe. Ik zeg dat nu ik kan terugkijken, al voelde ik me toen dus ook bezwaard. Nu weet ik dat ik echt op de goede plek zit. Hier kan ik ook mijn creativiteit inzetten.

Mijn grootste uitdaging is, denk ik, de enorme verantwoordelijkheid die mijn werk met zich meebrengt. Je zit hier al snel bij de klant aan tafel en wordt geacht mee te praten en goed onderbouwde adviezen te geven. Onze klanten staan vaak voor belangrijke beslissingen. Bijvoorbeeld over zaken als aanpassing van de renteafdekking. Om daarover te adviseren, moet je goede analyses hebben uitgevoerd en vervolgens je bevindingen helder kunnen uitleggen. Een besluit dat een klant na een lang proces, maar wel mede op basis van jouw

analyses neemt, heeft (langetermijn)consequenties. Dat betekent dat wij

heel goed werk moeten leveren.

Een andere uitdaging op persoonlijk vlak was de coronacrisis. Drie maanden voor de uitbraak in maart 2020 kwam ik hier werken, in een vak dat nog helemaal nieuw voor me was. Ik woonde nog op kamers in een studentenhuis en moest me digitaal bij klanten introduceren met mijn bed zichtbaar op de achtergrond. Ik had een hoop vragen, maar wilde niet voor elke kleine vraag gaan bellen: seniors en partners hebben drukke agenda's. Bovendien was er onder klanten veel behoefte aan strategisch advies in deze onzekere periode. Toen er later weer meer fysieke bijeenkomsten kwamen en ik als twintiger binnenliep om over ingewikkelde onderwerpen als het nieuwe pensioenstelsel te komen praten, was ik er nog wel onzeker over of ze me wel serieus zouden nemen. Toch heb ik in die vreemde periode veel geleerd op het gebied van eigenaarschap en zelfstandigheid.

Mijn inspiratiebronnen zijn mijn nieuwsgierigheid, perfectionisme en de mensen om me heen. Ik stort me graag op lastige vraagstukken. Dat kan ook een valkuil zijn, omdat ik soms neig door te schieten in het zoekwerk en de wens om een slidedeck te perfectioneren. Het liefst zou ik sommige vraagstukken uitwerken alsof het een proefschrift is. Je komt zo veel interessants tegen. Maar die tijd heb ik niet.

Reizen is mijn passie. Cultuur en natuur ontdekken. Ik probeer meerdere keren per jaar op vakantie te gaan, waarvan één keer naar een zo uniek mogelijke bestemming. Dat heb ik van kinds af aan meegekregen. Het is niet geheel toevallig dat ik mijn vriendin op reis heb ontmoet.

Waar ik ook ben, familie en vrienden zullen altijd het belangrijkste voor me zijn. Naast dat ik mijn werk heel leuk vind, zorgt het er ook voor dat ik privé leuke dingen kan doen.' ■

‘Jongeren vinden de pensioensector vaak een stoffige wereld, vooral geschikt om grappen over te maken.’

Afdekken verplichtingen wordt leeftijdsafhankelijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Het matchen van liabilities zal waarschijnlijk na de invoering van de Wtp flink anders zijn dan nu, vooral in de uitkeringsfase. Het doel van de beschermingsportefeuille is dat het reële pensioen in de opbouwfase de loonontwikkeling en in de uitkeringsfase de koopkrachtontwikkeling bijhoudt.

Door de Wtp verandert er veel op het gebied van pensioentoezeggingen en de beleggingen die daaraan zijn verbonden. Wat gaat dit betekenen voor het beleggingsbeleid en met name voor de L in LDI?

Bertjan Kobus: 'De L blijft, maar in een enigszins andere vorm. Er zal korter worden afgedekt en per saldo ook minder, vooral in de pensioenopbouwfase.'

Rik Klerkx: 'We gaan van het afdekken van de verplichtingen iets meer naar een model toe waarbij het vermogen als basis voor de afdekking wordt genomen. Dat kan nu ook al, wat neerkomt op het beschermen van de dekkingsgraad. Er zal echter meer afstand van de verplichtingen worden genomen.'

Mark Rosenberg: 'Het grote verschil is natuurlijk dat we in cohorten gaan afdekken. Dus dat de mensen die de meeste afdekking nodig hebben, de ouderen, ook veel afdekking krijgen, en de jongeren minder. Vroeger moesten we het over de hele linie met één percentage doen, nu kan je veel gericht het renterisico afdekken.'

Karin Roeloffs: 'Dat is waar, maar het belang van afdekken is nog steeds heel groot. Als je dat niet doet, wordt er veel ruis veroorzaakt en die ruis komt terecht in het overrendement. Het afdekken wordt leeftijdsafhankelijk. Maar hoe je dat technisch goed doet, daar is eigenlijk niets aan veranderd. De techniek blijft grosso modo hetzelfde, evenals het belang om goed en nauwkeurig af te dekken.'

Jan Willem van Stuijvenberg: 'De nieuwe onderliggende LDI-doelstelling is

beweeglijker. Voorheen dekte LDI stabiele verplichtingen af, maar nu gaat LDI geprognoseerde kasstromen afdekken die afhankelijk zijn van het opgebouwde vermogen en verwachte rendement. Het opgebouwde vermogen is volatiel en daardoor bewegen gedurende het jaar ook de geprognoseerde kasstromen oftewel de onderliggende LDI-doelstelling. Dit kan je negeren door jaarlijks met een vaste set af te dekken kasstromen te werken, maar dan zal het onderliggende, feitelijke afdekkingspercentage dus volatiel zijn. LDI is hiermee complexer geworden en vraagt mogelijk om frequentere bijsturing.'

Kobus: 'De pensioenuitkeringen worden één keer per jaar vastgesteld. De opdracht aan de LDI-manager is het afdekken van kasstromen. Je moet vooraf afspreken hoeveel ruis je daarbij wilt hebben en vervolgens moet je erover nadenken wat je gaat doen als je ziet dat vermogens fluctueren. Ga je dan al bijsturen? Dat is best een lastig vraagstuk.'

Armijn Eikelboom: 'De omvang van de beschermingsportefeuille kan gezien worden als een resultante van de toedelingsregels voor het overrendement. Die beschermingsportefeuille moet samen met de rentederivaten de gewenste renteafdekking per deelnemer realiseren. Het opheffen van de leenrestrictie doet dan een beslag op de euro-omvang van de beschermingsportefeuille.'

Daniël Rijs: 'Ik zie een groot verschil met het matchen van de liabilities nu en na de Wtp, vooral in de uitkeringsfase. In de opbouwfase is vaak sprake van een laag toedelingspercentage van het beschermingsrendement en de obligaties zullen ook eerder een rol krijgen van diversifier in een asset-only context. De match zal meer en meer groeien naarmate de deelnemers ouder worden en dichtert tegen het uitkeringsmoment aankomen. De gemiddelde looptijd van een dergelijke match zal dan ook korter zijn dan nu.'

Is er ook een verschuiving in het productaanbod te verwachten?

Arthur Strojij: 'Het productaanbod zal qua instrumenten denk ik grosso modo hetzelfde blijven. We dekken nog steeds af en de zesmaands Euribor-swapcurve >

Voorzitter:

Henk Bets,
Actuariel Adviesbureau
Confident

Deelnemers:

Ralph van Daalen,
Goldman Sachs Asset
Management
Armijn Eikelboom,
Achmea Investment
Management
Rik Klerkx,
Cardano
Bertjan Kobus,
Sprenkels
Daniël Rijs,
DPS
Karin Roeloffs,
Aegon Asset Management
Mark Rosenberg,
Pensioenfondsbestuurder
Martin Sanders,
AXA Investment
Management
Arthur Strojij,
Columbia Threadneedle
Investments
**Jan Willem van
Stuijvenberg,**
Van Stuijvenberg Financial
Services



VOORZITTER

Henk Bets

Henk Bets heeft na het afronden van zijn studie Actuariële Wetenschappen in diverse functies bij levensverzekeraars gewerkt. Sinds 1996 is hij werkzaam in de pensioensector. Eerst als Hoofd Actuariële Zaken bij PVF Pensioenen en daarna als Directeur en Eigenaar van Actuariel Adviesbureau Confident. Bets adviseert pensioenfondsen, werkgevers, ondernemingsraden, vakbonden, pensioenuitvoerders en steeds vaker ook deelnemers.



**Ralph
van Daalen**

Ralph van Daalen is Head Fiduciary Clients Netherlands bij Goldman Sachs Asset Management. Hij adviseert al 20 jaar institutionele beleggers en heeft ook ervaring als Bestuurder en Voorzitter van de commissie vermogensbeheer van een pensioenfonds. Eerder was Van Daalen werkzaam voor Robeco, BMO Global Asset Management en Willis Towers Watson.



**Armijn
Eikelboom**

Armijn Eikelboom is sinds 2011 Account CIO binnen het team Strategisch Portefeuille Advies van Achmea Investment Management. Daar was hij onder andere Manager Investment Strategy. Eerder werkte hij bij Kempen Capital Management. Eikelboom startte zijn loopbaan bij het Economisch Bureau van ING en studeerde Macro en Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.



**Rik
Klerkx**

Rik Klerkx is CIO LDI & Private Markets bij Cardano in Nederland, waar hij verantwoordelijk is voor de ontwikkeling en implementatie van beleggingsstrategieën voor institutionele klanten, vooral in obligaties, impact, private markets en derivaten. Eerder werkte Klerkx bij Nationale Nederlanden (Corporate Treasury), De Nederlandsche Bank (Reserves Manager) en bij J.P. Morgan in Londen (Vice President).



**Bertjan
Kobus**

Bertjan Kobus is sinds 2016 Partner bij Sprenkels, waar hij in 2009 begon en eerder al Investment Consultant was. Hij adviseert pensioenfondsen over onder meer de invulling van het strategisch beleggingsbeleid en risicomanagement en is ook actief in het selecteren en evalueren van vermogenbeheerders. Kobus heeft een Master in Applied Mathematics in Financial Engineering van de Universiteit van Twente.



**Daniël
Rijs**

Daniël Rijs is Senior Investment Manager bij pensioenuitvoerder DPS. Hij is medeverantwoordelijk voor de strategische beleidsadviesing voor het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen die klant zijn bij DPS. Rijs is daar in 1997 begonnen als Portfoliomanager Vastrentende Waarden (en renteoverlay) en ALM-adviseur. Hij heeft Economie gestudeerd aan de Universiteit van Tilburg.



**Karin
Roeloffs**

Karin Roeloffs is sinds 2020 Hoofd Fiduciair Management bij Aegon Asset Management. Zij heeft ruim 30 jaar ervaring met het beleggen voor en adviseren van institutionele partijen. Daarnaast werkte zij als directeur van een pensioenfonds en was zij bestuurder en toezichthouder bij onder andere pensioenfondsen. Roeloffs heeft Economie gestudeerd aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam en aan het Europa College in Brugge.



**Mark
Rosenberg**

Mark Rosenberg is onafhankelijk bestuurder met als specialisatie vermogensbeheer bij drie bedrijfstakpensioenfondsen: BPL Pensioen, Woningcorporaties (SPW) en BPF Schilders. Daarnaast is hij Docent bij SPO Nyenrode op het gebied van uitbestedingsmanagement. In de afgelopen 15 jaar heeft hij als expertlid deelgenomen aan beleggingsadvies- en risicocommissies bij verschillende pensioenfondsen. Rosenberg begon in het bankwezen.



**Martin
Sanders**

Martin Sanders is sinds 2020 werkzaam bij AXA Investment Managers als Head of Pension Investments. Hiervoor was hij drie jaar Managing Director bij Altis Investment Management. Sanders werkt sinds 1991 in de Nederlandse en Europese pensioenwereld. Gedurende 11 jaar was hij CIO bij Uninvest Company. Zijn expertise omvat onder andere de ontwikkeling van matching solutions, strategische asset-allocatie, managerselectie en impactbeleggingen.



**Arthur
Stroj**

Arthur Stroj is Client Portfolio Manager in het LDI-team bij Columbia Threadneedle Investments. Hij is verantwoordelijk voor strategisch advies en portefeuillebeheer van LDI-mandaten in Europa. Hij werkte eerder als Consultant bij Towers Watson en rechtsvoorgangers. Stroj heeft een Master in Quantitative Finance van de Universiteit van Tilburg en een Master in Actuarial Science van de TIAS School for Business and Society.



**Jan Willem van
Stuijvenberg**

Jan Willem van Stuijvenberg studeerde in 1998 af aan de Universiteit van Tilburg met als afstudeerrichting Geld, Krediet en Bankwezen. Daarna begon hij als Strategist bij ABP en volgde hij een postdoctorale opleiding Economie voor vermogensbeheerders. Na ABP werkte van Stuijvenberg voor De Lage Landen en Philips Pensioenfondsen. Hij is nu eigenaar van Van Stuijvenberg Financial Services dat zich voornamelijk richt op risicomanagement.

vormt daarbij de basis. Dan kom je automatisch terecht bij swaps en staatsleningen van hoge kwaliteit. Het is natuurlijk waar dat de afdekking korter wordt. Daardoor zal er wellicht wat meer nadruk komen te liggen op fixed income, ook omdat daar het aanbod wat groter is in de kortere looptijden. Je wilt tegelijkertijd het swaprendement maken, dus ik sluit niet uit dat je ook naar hypotheek en credits gaat kijken om toch die spread boven de swaprente te pakken en het swaprendement te maken met je beschermingsportefeuille.’

Van Stuijvenberg: ‘Het basisconcept zal niet veranderen. Binnen LDI-portefeuilles zal een allocatieshift plaatsvinden van lange looptijden (vijftig en veertig jaar) naar kortere looptijden. Daarnaast verwacht ik dat men een prikkel zal hebben om accurater dan nu af te dekken. Dit omdat men – in de veelal gekozen theoretische variant – oneffenheden in de renteafdekking bij voorkeur niet verrekent met de returnportefeuille.’

Klerkx: ‘Nu kan je binnen het FTK inflatiegerelateerde obligaties (ILBs) meenemen in de LDI-portefeuille en jongeren en ouderen laten profiteren van inflatiebescherming. Door de Wtp wordt dat lastiger. Als je naar de beschermingsportefeuille gaat, kan je dat wel toedelen aan ouderen, maar bij een theoretisch beschermingsrendement is dat moeilijker. Dan gaat het naar jongeren toe. Naast ILBs geloof ik in assets die op de lange termijn een extra rendement genereren versus inflatie. Volgens mij is dat een belangrijke bron om de uiteindelijke ambitie te kunnen realiseren.’

Stroij: ‘Ik ben het eens met inflatie-matching, dat je de inflatie wilt verslaan. Voor de contractvarianten FPR en SPR met gerealiseerd rendement is meer maatwerk mogelijk. Voor oudere cohorten kan je hierbij denken aan gerichte inflatieafdekking. Maar bijvoorbeeld ook aan cashflow matching-strategieën. Als je voor de eerste jaren netjes de cashflows matcht, met bijvoorbeeld een mooie spread erop, dan kan je toch wat rendement pakken en zekere kasstromen genereren voor ouderen.’

‘Ik zie binnen de FPR duidelijke modules voor rendement, rente en matching.’

Wat is het doel dat wordt nagestreefd met de beschermingsportefeuille?

Martin Sanders: ‘Het doel is dat het reële product pensioen in de opbouwfase de loonontwikkeling probeert bij te houden en in de uitkeringsfase de koopkrachtontwikkeling. Het is duidelijk dat jongeren een kapitaal kunnen opbouwen om later een stuk inflatie in te kopen, maar de oudere cohorten hebben dat tot op heden niet gekund en het is maar de vraag of dat überhaupt kan. Het gevaar bestaat dat gepensioneerden straks ingesloten raken in een nominaal kapitaal zonder behoud van koopkracht.’

Is een koopkrachtig pensioen ook haalbaar?

Sanders: ‘Voor deelnemers tot vijftig jaar zal dat zeker haalbaar zijn: hoe jonger hoe beter. Maar vanaf vijftig jaar, en zeker voor gepensioneerden, zal dat moeilijk zijn. Als je maar 20% tot 30% in een zakelijke waardeportefeuille kan beleggen, is het misschien mogelijk om 1% inflatie in te halen, maar 2% is waarschijnlijk onmogelijk.’

Roeloffs: ‘Collega’s van mij hebben daar onderzoek naar gedaan en daaruit bleek dat de nieuwe regelingen beter in staat zijn om inflatiecorrectie te geven dan het FTK. Of beter ook goed genoeg is, is natuurlijk afhankelijk van welke inflatieschokken we daadwerkelijk gaan zien.’

Ralph van Daalen: ‘Ik heb dat rapport gelezen en wat mij opviel, was dat de flexibele premiereregeling er nog beter uitkwam dan de solidaire regeling. Dus eigenlijk is de conclusie: geen buffers is beter dan wel buffers. De volatiliteit van geprognosticeerde uitkeringen zal vaker transacties en veranderingen en ook iets andere verwachtingen tot gevolg hebben.’

Sanders: ‘Tot op heden is er veel aandacht geweest voor het theoretische beschermingselement, waarschijnlijk vanuit de gedachte dat dat het meest lijkt op wat we tot nu toe hebben gedaan. Ik vind dat er nog te weinig onderzoek is >

‘Het gemiddelde pensioen van een Nederlander is nog niet eens de hoogte van de AOW.’

gedaan naar het werkelijke beschermings-element, omdat dat het voordeel heeft dat je overrendement kan geven aan degenen die het nodig hebben, namelijk aan degenen in de oudere cohorten.’

Kobus: ‘Als je verschillende cohorten hebt, moet je onder de motorkap verschillende LDI-portefeuilles inrichten, want je kunt niet met één LDI-portefeuille ieders renteprofiel matchen. Die portefeuilles moeten self-sustaining zijn. Het is operationeel ingewikkeld.’

Klerkx: ‘Er zijn, denk ik, nog steeds veel pensioenfondsen die een voldoende grote LDI-portefeuille hebben om daarmee ook maatwerk en flexibiliteit te leveren. Om nog even terug te komen op de inflatie: waar het mij om gaat, zijn de inflatieschokken versus meer structurele inflatie. Met bepaalde zakelijke waarden kan je heel goed de structurele inflatie bijhouden. Maar het zijn juist de inflatieschokken die, als je net bent gepensioneerd en vastgezet in een nominaal pensioen, problemen veroorzaken.’

Stroij: ‘Als de inflatie langdurig aanhoudt, biedt ook de solidariteitsreserve uiteindelijk niet voldoende bescherming voor oude cohorten.’

Eikelboom: ‘Veel pensioenfondsen zijn voor het nieuwe contract bezig met het opnieuw formuleren van de ambitie rond inflatie. Een 100% indexering lijkt erg ambitieus en is bij veel fondsen afgelopen jaren feitelijk ook niet gehaald. Het vaststellen van die ambitie in de toekomstige regeling heeft flink invloed op de te bepalen toedelingsregels.’

Rosenberg: ‘Uiteindelijk zijn het de sociale partners die dit bepalen en daarbij spelen zaken als premiehoogte ook een rol.’

Sanders: ‘De ambitie moet zijn 100% indexatie. Voor jonge cohorten maak ik me daar geen zorgen over. Voor de oudste cohorten is in het FTK gewoon niet voldoende kapitaal opgebouwd. Het is

logisch dat we nu voor de ouderen niet volledig kunnen indexeren, maar ik hoop dat dit in de toekomst wel mogelijk zal zijn.’

Van Daalen: ‘De nieuwe regeling is ontworpen voor die deelnemer die aan de vooravond van zijn pensioenopbouw staat. Wat er in het verleden is gebeurd, is voor een pensioenfonds met net een nieuwe regeling niet bij te sturen. Overigens laten de eerste ALM-studies zien dat de nieuwe regeling voor de oudere cohorten uiteindelijk een verbetering zal opleveren ten opzichte van het oude stelsel.’

Na invaren dekt LDI niet langer verplichtingen, maar geprognosticeerde kasstromen af. Geeft dit additionele complexiteit? En zo ja, zijn daar oplossingen voor?

Van Stuijvenberg: ‘Ik stel voor om gebruik te gaan maken van een jaarlijks prognosebestand waarin vooraf per maand de af te dekken kasstromen worden vastgesteld. Dit voorkomt onnodig, frequent bijsturen door de LDI-manager. Dit prognosebestand wordt intra-jaar enkel bijgesteld wanneer er significante wijzigingen zijn in de geprognosticeerde kasstromen. Op deze manier heeft de LDI-manager een duidelijke doelstelling, wordt frequente bijsturing voorkomen, en zal de afdekking ook niet te ver uit de pas kunnen gaan lopen met de onderliggende doelstelling.’

Stroij: ‘Door de volatiliteit zal het voor de LDI-manager belangrijker worden om niet alleen naar de beschermingsportefeuille te kijken, maar ook naar de returnportefeuille om te weten te komen wat daarin gebeurt, zodat er eventueel geanticipeerd kan worden op veranderingen in de returnportefeuille die invloed hebben op de afdekking.’

Wat zijn de optimale vormen van beheer van de beschermingsportefeuille: bijvoorbeeld integraal of samengesteld?

Eikelboom: ‘Beide kunnen. In het beheer van de beschermingsportefeuille zit zoveel dynamiek, dat je soms ruimte wilt om te kunnen schakelen tussen bijvoorbeeld swaps en bonds. Het doel van de beschermingsportefeuille, namelijk het effectief afdekken van het renterisico, blijft daarin centraal staan.’

‘De L blijft, maar in enigszins andere vorm.’

Rijs: ‘Integraal of samengesteld hangt voor een deel af van de investment beliefs van het fonds met betrekking tot het realiseren van risicopremies en spreads binnen een beschermingsportefeuille. Ik ben van mening dat je bij integraal beheer in ieder geval enige flexibiliteit hebt, met name ook in het licht van het beheer van onderpand.’

Stroij: ‘Ik denk dat integraal heel goed past bij een collectieve portefeuille. Je kunt ook bouwstenen gebruiken binnen een collectieve portefeuille om een profiel af te dekken. Je zou natuurlijk producten kunnen ontwikkelen die tussen spreadproducten en swaps wisselen naar gelang de spread verandert, hetgeen de voordelen van integraal beheer binnen een bouwblok vangt. De vraag is of daar vanuit de markt vraag naar is. Overigens hangt de passendheid van integraal beheer of samengesteld beheer met bouwblokken ook erg af van de contractkeuze.’

Blijft er nog genoeg ruimte voor maatwerk in de Wtp?

Klerkx: ‘De LDI-portefeuilles zijn echt wel groot genoeg om maatwerk af te dwingen. En dat wordt misschien wel sterker als de transitie achter de rug is.’

Sanders: ‘Er zal heel veel maatwerk nodig blijven, want elk fonds is toch uniek in zijn opbouw, wensen, risicoprofiel, de houding van zijn deelnemers. En last but not least, in hoeverre je het duurzame karakter inbouwt. En dan is er ook nog eens een keuzepalet aan LDI-managers. Er zal onder de Wtp dus zeker evenveel maatwerk moeten worden geleverd als onder het FTK.’

Voor het beschermingsrendement mag (of moet) je per cohort beleggen. Voor het overrendement mag dit niet, maar krijgt elk cohort een percentage van hetzelfde overrendement. Is met het beleggen per cohort voor het overrendement niet een beter resultaat te behalen?

Rosenberg: ‘Je maakt juist gebruik van het collectief om spreiding aan te brengen. Eigenlijk is het gunstig dat je geen maatwerk in de overrendementen biedt. Zo kunnen pensioengerechtigden bijvoorbeeld gemakkelijker exposure hebben naar illiquide categorieën.’

‘Als pensioenfonds heb je minimaal een derde van je portefeuille in dollarbeleggingen zitten.’

Sanders: ‘Je zou het overrendement ook prima per cohort kunnen toewijzen, net als de beschermingsportefeuille. Als je met één returnportefeuille werkt voor alle cohorten, zou je inderdaad bijvoorbeeld kunnen zeggen: ‘Wat moet een tachtigjarige met private equity?’ Maar dat maakt niet zoveel uit, want die heeft toch een heel kleine allocatie daarnaartoe.’

Van Stuijvenberg: ‘De extra mogelijkheid in de FPR – namelijk dat er per cohort een andere asset-mix kan zijn – maakt het mogelijk om accurater bij te sturen op risico. Zo zouden gepensioneerden in de returnportefeuille een groter aandeel inflatiegerelateerde beleggingen kunnen hebben. De extra beweegruimte in de FPR maakt een meer verfijnd risicomanagement mogelijk alsmede een betere sturing op een waardevast pensioen.’

Roeloffs: ‘Dat is een voordeel van de FPR, dat je beter kunt finetunen per leeftijdscohort dan in de SPR theoretisch. Een nadeel is natuurlijk dat je op totaalniveau een minder optimale portefeuille kunt samenstellen en minder liquide beleggingen in die portefeuille kunt opnemen.’ >



‘Fiduciair managers moeten pensioenfondsen blijven adviseren.’

Eikelboom: ‘Ons adagium is: eerst draaien en dan pas verfraaien. De bestaande portefeuille en het bestaande beleid zijn vaak een prima basis voor een goede inrichting onder de Wtp. Verfijningen van beleid en de introductie van nieuwe beleggingscategorieën zijn mogelijk, maar zijn op een later ogenblik wellicht veel geschikter. Een overzichtelijk aantal beleggingen in de FPR beperkt ook de kosten.’

Rijs: ‘Het is wellicht beter om te starten met een basis lifecycle en na verloop van tijd meer maatwerk en finetuning te realiseren van en binnen de lifecycles.’

Eikelboom: ‘Ik zie binnen de FPR duidelijke modules voor rendement, rente en matching. Als je die op beleggingsinhoud per pensioenfonds op maat snijdt, kunnen ze goed passen bij de risicohouding. Houd het vooral overzichtelijk.’

Sanders: ‘Er is een groot verschil in vermogen tussen mensen op pensioendatum. Als je veel spaargeld hebt, wil je misschien meer in een zakelijke waardenportefeuille beleggen dan je pensioenfonds standaard aanbiedt. Die mogelijkheid wordt nu niet geboden, maar ik denk dat dat wel een verbeterpunt zou kunnen zijn.’

Op het moment dat het belangrijk voor je is, moet je keuzes kunnen maken. Dus wil je meer flexibiliteit in de regelingen.’

Wat is de rol van illiquide beleggingen onder de Wtp?

Klerkx: ‘Pensioenen zijn er voor de lange termijn. Ik hoop dat de overgang naar de Wtp er in ieder geval niet voor gaat zorgen dat er minder illiquide beleggingen komen. Ik denk wel dat dat mogelijk is, maar er moet goed naar gekeken worden.’

Roeloffs: ‘Binnen de SPR is er geen enkele reden om minder in illiquide assets te beleggen. Binnen de rendementsportefeuille kan daarin prima worden belegd. Ook binnen de FPR past een allocatie naar illiquide beleggingen. Ik hoop dat pensioenfondsen die keuze durven blijven maken.’

Stroij: ‘De redenen om in illiquide beleggingen te zitten zijn rendement en diversificatie. Die gaan niet veranderen bij de SPR. Er vindt een verschuiving plaats naar meer rendement maken, dus de rendementsportefeuille zal groter worden en de beschermingsportefeuille steeds kleiner. Als je de beschermingsportefeuille klein maakt, is er minder ruimte voor illiquide beleggingen omdat je liquide assets nodig hebt om je onderpandverplichtingen uit hoofde van swaps te kunnen vervullen. Dat staat soms niet helemaal goed op de radar bij pensioenfondsen. Als je de beschermingsportefeuille klein maakt, is er dan bijvoorbeeld nog ruimte om in hypotheek te beleggen? Dat is een goede vraag, want er zijn nogal wat pensioenfondsen die een vrij grote allocatie naar hypotheek hebben. Een significant deel van je match in hypotheek beleggen is niet mogelijk binnen je beschermingsportefeuille als je je beschermingsportefeuille heel klein maakt.’

Eikelboom: ‘Illiquide beleggingen blijven heel belangrijk vanwege de illiquiditeitspremie die er te behalen valt. Ik zie genoeg mogelijkheden, zowel bij de FPR als bij de SPR, mits er goede schokanalyses zijn gedaan. Een verschil is denk ik dat de waardeoverdrachten, collectief en individueel, in het nieuwe stelsel groot kunnen zijn. Er kunnen grote veranderingen in het vermogen plaatsvinden, waardoor afspraken over de waardering



belangrijk zijn: tegen welke waardering stap ik in en uit, zeker als er grote flows zijn? Analyses van ons laten dat ook zien.’

Rosenberg: ‘De verplichting blijft in het huidige stelsel dezelfde, maar straks heb je per persoon een meer fluctuerend vermogen. Daarom zou je graag per maand willen waarderen en is het achterlopen van waarderingen van illiquide beleggingen wel een issue.’

Roeloffs: ‘Dat is een procedurele en communicatie-aangelegenheid.’

Rosenberg: ‘Dat klopt, maar je moet wel goed voor ogen hebben hoe groot de effecten kunnen zijn en daar heldere afspraken over maken.’

Kobus: ‘In de FPR is dat een groter issue dan in de SPR.’

Nu sturen veel pensioenfondsen op de dekkingsgraad. Andere zaken zijn natuurlijk ook belangrijk, maar nu wordt daar het eerst naar gekeken. Wat wordt straks het nieuwe richtpunt?

Rosenberg: ‘Het verschilt per leeftijds-categorie, maar ook binnen leeftijds-categorieën zie je een grote variatie. Risicopreferentie is belangrijk. En wat is de ambitie van sociale partners qua vervangingswaarde? Die moet je regelmatig uitrekenen en communiceren om vast te stellen waar je nu staat. Het gaat wel om ex-post cijfers die niet zo gemakkelijk zijn te gebruiken als sturingsvariabelen. Dat is gewoon lastig.’

Kobus: ‘De gepensioneerde zal kijken naar de uitkering nu en volgend jaar. De actieve deelnemer zal kijken naar het rendement.’

Klerkx: ‘Het vermogen gaat natuurlijk heel volatiel worden, afhankelijk van onder meer de rente. Het zou goed zijn als de pensioenfondsen het eens worden over waar ze over communiceren, dat het niet allemaal verschillende cijfers zijn. Uiteindelijk moet je de focus op het pensioen houden. De dekkingsgraad van een fonds als het ABP is misschien redelijk stabiel, maar het vermogen is heel volatiel geweest.’

‘Er komt een allocatieshift van lange looptijden naar kortere.’

Sanders: ‘Het verwachte pensioen is inderdaad het onderwerp waar alle pensioenfondsbesteders het liefst over communiceren. Maar ze zijn ook verplicht over vermogen en rendement te communiceren en alles uit te leggen als bijvoorbeeld de rente en de aandelenkoersen dalen. De gepensioneerde heeft daar weinig last van, want die heeft een beschermingsarrangement en wordt gecompenseerd voor de dalende rente. De jongeren worden geconfronteerd met een grote min. Hoe komt dat en hoe wordt dat uitgelegd?’

Op dit moment is het met de dekkingsgraad zo dat alles omhoog of naar beneden gaat. In de nieuwe situatie kan de ene groep een positief bericht krijgen, terwijl de andere groep te horen krijgt dat zij erop achteruitgaat.

Rosenberg: ‘We hebben een backtest gedaan voor 2022. Het bleek dat gepensioneerden blij mochten zijn dat er een solidariteitsverzekering was waardoor het pensioen op peil kon blijven. Maar de veertigjarigen gingen er gewoon op vooruit. Die hadden weliswaar een kleiner kapitaal, maar door de hard gestegen rente hadden die een hoger geprognosticeerd pensioen. Dat is heel moeilijk uit te leggen en daar maak ik me wel zorgen over.’

Van Daalen: ‘Ik denk dat het een probleem wordt op het moment dat mensen ook daadwerkelijk meer in hun pensioenportaal gaan kijken. Ik weet niet of de transitie naar een nieuwe pensioenregeling dat teweeg gaat brengen. Maar als dat zo is, betekent dat dat mensen zich bewuster worden van hun pensioen. En dan is het maar de vraag wat je ze gaat laten zien. De jongere deelnemers zullen gefocust zijn op het kapitaal en wat dat doet. Daar zit uiteindelijk een vervangingswaarde in en die gaat, linksom of rechtsom, heel volatiel zijn. Naarmate je meer richting pensioendatum gaat, zul je daar nog veel meer op gaan focussen. Laten we in eerste instantie hopen dat mensen zich wat meer gaan interesseren voor hun >

‘Informatiestromen worden intensiever en uitgebreider.’

oudedagsvoorziening. Het gemiddelde pensioen van een Nederlander is nog niet eens de hoogte van de AOW. Er zal ook nog eens een groot verschil zitten tussen hoe mensen daarnaar kijken versus een pensioen dat vele malen hoger ligt.’

Als we straks geen dekkingsgraad meer hebben, is er dan nog ruimte voor dynamisch beleid?

Eikelboom: ‘Volgens mij gaat rentestand-afhankelijk beleid de komende jaren weer veel belangrijker worden. Vanwege het leeftijdsafhankelijk beleggen is het verschil in exposure naar de rente tussen de verschillende leeftijdscohorten immers groot. Met rentestand-afhankelijk beleid kan je mogelijk beter inspelen op het stabiliseren van de (toekomstige) pensioen-uitkeringen en op een hogere rendementsverwachting voor renteproducten.’

Sanders: ‘Daar ben ik het helemaal mee eens. Twee, drie jaar geleden, toen de rentes extreem laag waren, werd geredeneerd: wie gaat nu tegen zo’n laag rendement iets langer vastzetten? Die opvatting is door de recente rentestijgingen in een heel ander daglicht komen te staan, laat staan als de rente nog verder stijgt. Je hebt het langetermijneffect van rente op rente en de diversificatie van de return-portefeuille. Die twee zijn gewoon heel sterk.’

Kobus: ‘Dynamisch afdekken kan op verschillende manieren: op balansniveau of op toedelingsregelniveau. Dat staat nog wel in de kinderschoenen.’

Stroij: ‘De reden dat je een rentestaffel gebruikt, is vaak omdat je een bepaalde rentevisie hebt en bij een hoog renteniveau wat meer afdekt en bij een laag niveau wat minder. Als je een rentestaffel gaat hanteren binnen de nieuwe regelingen, doe je dat in de wetenschap dat een ouder leeftijdscohort veiligheid wil, oftewel gewoon een bepaalde rentematch waar niet aan wordt getornd. Als je iets met de rentestaffel gaat doen, richt dat zich vooral op de jongere cohorten. Dan kom je in het operationele gebeuren. Wordt het niet heel ingewikkeld om dat voor verschillende

leeftijdsc cohorten te regelen? Is dat te doen? Er zitten nog wel een paar haken en ogen aan en daarom denk ik dat we in beginsel zullen zien dat er minder rentestaffels zijn. Als we wat langer gewend zijn aan het nieuwe contract, zal dat wellicht veranderen.’

Is valuta-afdekking straks nog nodig?

Rosenberg: ‘Bij een van mijn fondsen hebben we daarnaar gekeken. Dat is een fonds met relatief veel illiquide beleggingen en eurobeleggingen. De aandelenportefeuille zit natuurlijk veel in dollars en ook voor een deel in EMD. We zijn tot de conclusie gekomen dat we gaan stoppen met het afdekken van valuta. Uit een ALM-studie op lange termijn is gebleken dat we met het afdekken vooral kosten maken, waardoor de pensioenresultaten slechter zijn. Afwijkingen waren van jaar tot jaar maar heel beperkt. Ik kan me voorstellen dat bijvoorbeeld een pensioenfonds dat veel in private equity in de Verenigde Staten en andere niet-eurolanden heeft belegd tot een iets andere conclusie komt dan volledig stoppen met de valuta-afdekking. Maar de hoge afdekkingspercentages die bij sommige pensioenfondsen nu gelden, gaan denk ik verdwijnen.’

Roeloffs: ‘Valuta-afdekking blijft belangrijk omdat het onbeloond risico wegneemt en daardoor voor een hoger risicogewogen rendement zorgt. Het is wel zo dat we, met het wegvallen van FTK- en VEV-eisen, puur kunnen kijken naar de optimale mate van afdekken. En die is in veel gevallen lager dan 100%.’

Van Stuijvenberg: ‘Daar ben ik het voor een groot gedeelte mee eens. Al vele jaren zie ik in mijn risk tooling dat valuta-afdekking het solvabiliteitsrisico eerder verhoogt dan verlaagt. De onderliggende reden is hier vooral de Amerikaanse dollar, die dominant is in de valutahedge en zich in de meest negatieve scenario’s gedraagt als een ‘flight to safety asset’. Door de Amerikaanse dollar af te dekken wordt de dempende werking hiervan in de portefeuille uitgeschakeld en neemt het solvabiliteitsrisico toe. Vanwege de huidige DNB-kapitaalvereisten (S Model) dekt men de dollar doorgaans toch af, maar dat argument komt in het nieuwe systeem te

vervallen. In de toekomst kan men ervoor kiezen om de Amerikaanse dollar fors minder af te dekken, terwijl bij andere valuta juist voor een 100%-hedge wordt gekozen vanuit het oogpunt 'always hedge non rewarding risks'.

Klerkx: 'Ik zou toch maar een beetje uitkijken met backtests voor valutarisico en in een ALM-studie wat meer vooruitkijken en wat meer scenario's naast elkaar zetten. De afgelopen periode is voor de dollar namelijk wel bijzonder geweest. Ik ben blij dat we meer eigen risico's in kaart gaan brengen en dus ook een onderscheid gaan maken tussen een exposure naar bijvoorbeeld de S&P, met veel revenues die niet uit de dollar komen, en US treasuries, die gewoon 100% in dollars zijn.'

Stroij: 'Als pensioenfondsen heb je toch minimaal een derde van je portefeuille in dollarbeleggingen zitten. Het lijkt me toch wel zinvol om naar de totale dollar-exposure van de portefeuille te kijken en om daar een deel van af te dekken. Want wie garandeert mij dat bij een volgende crisis de dollar een safe haven blijft? Dat is natuurlijk niet gegarandeerd, zeker niet vanwege de schuldenlast van de Verenigde Staten.'

Hoe kunnen lifecycles dynamisch worden ingezet?

Rijs: 'In het huidige beleggingsbeleid zie je vaak elementen van dynamisch beleid, afhankelijk van de dekkingsgraden. Iets dergelijks bestaat onder de Wtp niet meer. Een alternatief kan zijn dat relatieve waarderingen van kapitaalmarkten gebruikt worden als dynamisch beleid om meer of minder exposure te realiseren binnen de lifecycles. Als langetermijnbelegger heb je op gezette tijden immers te maken met over- en ondergewaardeerde markten.'

Klerkx: 'We hebben het over dynamisch beleid binnen een LDI-portefeuille, misschien binnen cohorten. Dat is wellicht mogelijk voor de wat grotere pensioenfondsen, maar voor veel pensioenfondsen gaat het over dynamisch beleid tussen verschillende portefeuilles en cohorten. Dat je daar de allocatieregels op een bepaalde manier inricht, zodat je gebruik

'We gaan stoppen met het afdekken van valuta.'

kunt maken van belief in mean reversion of juist niet.'

Wat is de rol van de fiduciair tijdens de transitiefase naar de Wtp?

Roeloffs: 'Op hoofdlijnen zijn er, denk ik, twee rollen. De ene is adviseren. Bij het ene pensioenfonds zal die rol groter zijn dan bij het andere, maar hoe dan ook is die belangrijk, want als fiduciair ken je als geen ander de portefeuille en de klanten van het pensioenfonds. De andere rol is operationeel. Als fiduciair moet je ervoor zorgen dat alle processen goed zijn ingericht, zodat in de aanloop naar de transitie, bij het invaren en ook daarna, de portefeuilles goed worden beheerd, gemonitord en gerapporteerd.'

Eikelboom: 'Ik zou in dit geval zeggen: investeer in de driehoeksverhouding. Daarmee bedoel ik het pensioenfonds zelf, de pensioenadministratie en de fiduciair. Dat is belangrijk om de lijnen, de informatiestromen en de afstemming tussen personen goed te organiseren, zodat je elkaar op het moment van transitie blindelings kunt vinden. Daar kun je nu al hard aan werken door bijvoorbeeld elke week gezamenlijke voorbereidingen te bespreken.'

Kobus: 'De overstap is een uitdaging, want de FTK-portefeuille is niet dezelfde als de portefeuille in het nieuwe stelsel. Je zit aan de voor- óf achterkant met een afwijkende portefeuille. Het is daarbij een groot risico dat je allemaal door dezelfde deur moet.'

Klerkx: 'In de aanloop naar moment X zie je dat er wat meer defensief wordt belegd en er wat meer rentedekking is. Daarna ga je een andere koers varen. Wij adviseren onze klanten om in dit uitzonderlijke geval, waarbij je dus weet dat je op een moment in de toekomst gaat afwijken van je gevoerde beleggingsbeleid, opties te kopen om een goede uitkomst te bewerkstelligen. Het moment van invaren moet dan wel duidelijk zijn. Daar is echter veel onzekerheid over. Maar als je het weet, is het de moeite waard om te kijken naar een optiestrategie.'

'Er zal heel veel maatwerk nodig blijven.'

Stroij: ‘Je koopt opties om op het moment van invaren de dekkingsgraad te beschermen en zodoende een soepele transactie naar het nieuwe stelsel te waarborgen. Als pensioenfonds moet je je daar goed op voorbereiden. Je wilt het nodige gereedschap in je gereedschapskist hebben. Bij het gebruik van opties is ook de voorbereiding van de operationele set-up belangrijk. Nogmaals, het is waarschijnlijk al honderd keer gezegd: begin hier op tijd mee, want dit kost tijd.’

Van Stuijvenberg: ‘Wanneer je kiest voor swaptions, ben je tot het moment van invaren beschermd en behoud je de mogelijke ‘upside gains’ van een rentestijging. Naarmate je dichterbij de einddatum komt, wordt de delta hoger en de bescherming accurater. Dus wat dat betreft werkt een optiestrategie prima. Ik zie ook dat meerdere partijen ernaar kijken, maar vaak schrikken van de hoge optiepremie.’

Rosenberg: ‘Veel pensioenfondsen zijn niet goed ingericht voor het gebruik van optiestrategieën. Niet alleen omdat niet iedere bestuurder ze begrijpt, maar je kunt als pensioenfonds niet tegen je fiduciair zeggen: ‘Er is een crisis, dus laten we nu eens even in opties gaan handelen.’ Je moet ten minste een halfjaar nemen om dat allemaal op te zetten.’

Wat zijn de grootste risico's in de transitiefase naar het nieuwe pensioencontract voor de (matching)portefeuille van pensioenfondsen?

Stroij: ‘Het moment van transitie dat vaak wordt gekozen is 1 januari. Er bestaat een gevaar dat pensioenfondsen, zoals gezegd, allemaal op hetzelfde moment door eenzelfde deur moeten. De laatste twee weken van december zijn historisch gezien illiquide en dus is het lastig om veranderingen in je portefeuille door te voeren, tenzij je hier bijvoorbeeld al bewust op voorsorteert in een eerder stadium. Voorsorteren kan uiteraard op verschillende manieren met bijvoorbeeld een geleidelijke overgang naar de nieuwe portefeuille, maar een plan van aanpak is aan te bevelen. Je kan natuurlijk ook een ander moment kiezen dan 1 januari en de illiquide periode van december vermijden.’

‘Het is de moeite waard om te kijken naar een optiestrategie.’

Dit geeft je een tijdsspanne dichterbij de overgangsdatum om de draai in je portefeuille te maken.’

Wat verandert er voor fiduciair managers als de Wtp eenmaal is ingevoerd?

Roeloffs: ‘Ik denk dat de rol van de fiduciair minstens zo belangrijk blijft als die nu is. De verwachting is dat er veel meer gecommuniceerd zal gaan worden over wat er in de verschillende cohorten voor de verschillende deelnemers gebeurt. De fiduciair is degene die het pensioenfonds in staat moet stellen om die beleggingsinformatie te delen met zijn deelnemers. Die informatiestromen worden intensiever en uitgebreider.’

Rijs: ‘Als de Wtp er is, zullen fiduciair managers pensioenfondsen moeten blijven adviseren. Op dit moment gebeurt dit over beleggingscategorieën, strategische asset allocaties (inclusief dynamisch beleid), kaders en richtlijnen. Na de invoering van de Wtp zal met name de advisering over de asset allocaties vervangen worden door advisering over lifecycles, die ook aan veranderingen onderhevig zijn. Alles moet om de zoveel tijd tegen het licht worden gehouden: is het nog optimaal, past de samenstelling van de building blocks van de lifecycle bij de risicohouding? Eigenlijk net als nu.’

Klerkx: ‘In de aanloop naar de invoering van de Wtp zijn fiduciair managers en pensioenfondsbesturen erg bezig met de transitie. Dat kost veel tijd en energie en dat is terecht. Ik hoop dat ze zich na de transitie weer echt kunnen gaan richten op de beleggingen en proberen mooie rendementen te maken en te zorgen voor een positieve invloed op het klimaat en de samenleving.’

Van Daalen: ‘Ik verwacht dat er behoefte blijft aan de fiduciair als regisseur van de hele beleggingsketen en dat pensioenfondsen erop blijven vertrouwen dat de fiduciair daarvoor de juiste infrastructuur heeft aangelegd.’ ■

IN HET KORT

Voorheen dekte LDI stabiele verplichtingen af, in het nieuwe stelsel gaat LDI geprognosticeerde kasstromen afdekken die afhankelijk zijn van opgebouwd vermogen en verwacht rendement.

Uit onderzoek is gebleken dat de nieuwe regelingen beter in staat zijn om inflatiecorrectie te geven dan het FTK.

Binnen de SPR is geen enkele reden om minder in illiquide beleggingen te gaan.

Met rentestand-afhankelijk beleid is mogelijk beter in te spelen op stabilisering van de (toekomstige) pensioenuitkeringen.

Er bestaat een gevaar dat pensioenfondsen op het moment van transitie allemaal op hetzelfde moment door eenzelfde deur moeten.

De rol van de fiduciair zal minstens zo belangrijk blijven als die nu is.

Nederland verWildert, hoe nu verder?

De verkiezingsuitslag in Nederland is een uiting van groeiende ontevredenheid bij een steeds groter deel van de bevolking over het beleid van de traditionele politieke partijen. Hoe nu verder?

De ontevredenheid heeft alles te maken met de toenemende moeite die grote groepen in Nederland – en in heel West-Europa – hebben om in basisbehoeften als wonen, betaalbare energie, betaalbaar goed voedsel én een veilige samenleving te voorzien. De traditionele politiek heeft daarin gefaald. Dit heeft geleid tot een afnemend vertrouwen in de politiek en de overheid. Voor het herstellen van het vertrouwen is de opdracht aan de politiek om met daadwerkelijke oplossingen te komen.

De uitdagingen die we daarbij met zijn allen onder ogen moeten zien zijn legio en deels bekend. Klimaatverandering, groeiende ongelijkheid, technologische veranderingen (AI voorop), een verstikkende hoeveelheid wet- en regelgeving, de rol van de financiële sector in de samenleving en de toenemende geopolitieke spanningen hebben alle grote invloed op ons dagelijks leven. Het merendeel van deze issues komt in de politieke partijprogramma's weliswaar aan de orde. Zo blijft de rol van de financiële sector die – net als de farmaceutische industrie – in dienst van de samenleving zou moeten staan, buiten schot in de politiek.

De oplossingen die de meeste politieke partijen bieden, blinken uit in een gehalte dat óf sterk idealistisch maar weinig realistisch is, óf populistisch en kortetermijngericht. Wat ze alle gemeen hebben, is dat ze niet transparant zijn over de voor- én nadelen van hun voorgestelde beleid. Over de vraag wie wat moet gaan betalen, is de transparantie vrijwel geheel afwezig. Een voorbeeld ter illustratie: in deze column is al eerder betoogd dat de beoogde elektrificering van onze samenleving in de komende 15 jaar fysiek niet mogelijk is. Dus óf we gaan minder energie gebruiken, met

als gevolg dat we een aanzienlijk deel van onze westerse welvaart gaan inleveren, óf we zoeken naar andere wegen. Steenkool is de grootste CO₂-vervuiler. Kernenergie is dan het enige overgebleven alternatief voor CO₂-emissiereductie. Het taboe daarop is aanzienlijk.

Er zijn geen oplossingen met alleen maar plussen. Het gaat altijd om keuzes. En die moeten breed gedragen zijn, willen ze voor de lange termijn consistent ingevoerd kunnen worden. Dat kan alleen als politici transparant zijn over alle voors én tegens van hun keuzes. Dit zou ook het geval moeten zijn voor het beleid van en in de financiële sector. Geen politieke partij die het erover heeft, maar de invloed van de financiële sector op ons dagelijks leven is zeer groot. Zo had het beleid van de centrale banken om na de kredietcrisis van 2008 de rente sterk te gaan verlagen, grote invloed op de pensioenen en de kleine spaarders. De vermogenden hebben door asset inflation sterk geprofiteerd van die renteverlagingen. Geen neutrale, technische beleidsmaatregel dus, maar wel een met grote gevolgen voor de individuele burger. Banken hebben twintig keer zoveel geldscheppend vermogen als de centrale banken: hoezo wordt monetaire inflatie veroorzaakt door de centrale banken?

Als politieke partijen de noodzakelijke transparantie niet gaan geven, krijgen zowel woke-idealisme (een modern synoniem voor 'salonsocialisme?') als populisme vrij spel.

Laten we hopen dat onze politici hun partijbelangen parkeren en uit hun loopgraven komen om daadwerkelijk in het landsbelang te gaan denken. Afwegingen die, gestoeld op goede analyse, leiden tot het maken van strategische keuzes voor langer dan één regeringsperiode. Daarbij hoort dat de consequenties daarvan ook transparant gecommuniceerd worden. Dit alles vereist een radicale ommekeer in de politieke praktijk. Zo niet, dan wordt de praktijk radicaler. ■



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



Vijf vuistregels voor het beleggingsbeleid onder de solidaire premieregeling

Er wordt steeds meer duidelijk over hoe het beleggingsbeleid er in het nieuwe pensioenstelsel uit komt te zien en verschillende pensioenfondsen hebben het beleggingsbeleid al in hoofdlijnen vastgesteld. Welke lessen kunnen we hieruit trekken?

Door Gosse Alserda

De Wet toekomst pensioenen is een feit en vrijwel alle pensioenfondsen zijn druk bezig met de transitie naar een nieuwe pensioenregeling. Inmiddels is al veel duidelijk over hoe het beleggingsbeleid er straks uit moet zien. Verschillende pensioenfondsen hebben het beleggingsbeleid zelfs al (in hoofdlijnen) vastgesteld. Hieronder vijf vuistregels voor het beleggingsbeleid onder de solidaire premieregeling.

1) Beschermingsportefeuille van 15%

Uitgaande van het theoretische beschermingsrendement is alles buiten kas of swaps in principe overrendement. Om grote allocaties naar kas te voorkomen, kunnen ook staatsobligaties onder de beschermingsportefeuille gerekend worden, hoewel de spread ten opzichte van swaps in het overrendement komt. Omdat deze categorieën weinig toevoegen aan een gediversifieerd overrendement, is het belangrijk om de allocatie naar de beschermingsportefeuille niet groter te maken dan nodig.

Dit betekent dat er voldoende kas en staatsobligaties beschikbaar moeten zijn om te kunnen voldoen aan de onderpandverplichtingen vanuit de renteafdekking en de valuta-afdekking, zowel in de start-situatie als na een financiële schok. Voor de meeste pensioenfondsen is hiervoor circa 15% van de portefeuille nodig, maar uiteraard hangt het percentage af van onder meer de toegekende renteafdekking voor verschillende leeftijdscohorten en de leeftijdsopbouw van de populatie. Desondanks komt de minimale allocatie voor vrijwel alle fondsen uit tussen de 10% en 20%.

2) Rendementsportefeuille: spreiden, spreiden en spreiden

Voor de rendementsportefeuille is vooral de verhouding tussen risico en rendement van belang, omdat daarna nog moet worden vastgesteld hoeveel exposure elk leeftijdscohort krijgt naar het overrendement. Hiermee wordt het risicoprofiel per leeftijdscohort vastgesteld. Een halvering van het verwachte overrendement die gepaard gaat met meer dan een halvering van het risico leidt tot betere resultaten, zolang de toedeling naar overrendement ten minste verdubbeld kan worden.

In het algemeen zien we dat spreiding over meer beleggingscategorieën – via diversificatie – tot een betere risico-rendementsverhouding leidt. Gevolg is

echter vaak wel dat het verwachte rendement omlaaggaat door de toevoeging van minder risicovolle categorieën. Wanneer de exposure naar overrendement nog kan worden verhoogd, is dit geen probleem, maar er zijn grenzen aan wat mogelijk is.

De belangrijkste restrictie is wat er op collectief niveau kan, waarbij de optelling van de rendementsportefeuille en de beschermingsportefeuille op 100% moet uitkomen. Daarom is het belangrijk dat de beschermingsportefeuille niet groter is dan nodig, zodat er zo veel mogelijk vermogen beschikbaar is om het benodigde overrendement optimaal te spreiden over zo veel mogelijk beleggingscategorieën.

3) Voldoende overrendement voor gepensioneerden

Een koopkrachtig pensioen is alleen mogelijk door te beginnen met een lagere pensioenuitkering (aan de hand van een afslag op het projectierendement) of door voldoende exposure naar overrendement. Aangezien de eerste optie vaak ongewenst is, blijft de tweede optie over.

Onder de solidaire premiereregeling is dit ook goed mogelijk, als tegelijkertijd de solidariteitsreserve op een slimme manier wordt ingezet om dalingen in de uitkeringen te voorkomen en door gebruik te maken van de mogelijkheid om veranderingen in de uitkering te spreiden.

Berekeningen tonen veelal aan dat een toedeling naar (een breed gespreid) overrendement van 50% tot 60% voor gepensioneerden niet tot excessieve risico's hoeft te leiden en dat de koopkracht op de lange termijn (grotendeels) bijgehouden kan worden. Uiteraard zorgt dit voor een volatielere uitkering, maar de kans op een verlaging van de uitkering is desondanks vaak niet hoger dan we nu zien in het FTK, met name door de inzet van de solidariteitsreserve.

4) Illiquide beleggingen blijven waardevol

Zoals hiervoor beschreven is de primaire doelstelling van de rendementsportefeuille om de verhouding tussen risico en rendement te optimaliseren. Illiquide beleggingen kunnen hierin een belangrijke rol vervullen. Niet alleen kennen ze vaak een gunstig risicogewogen rendement door de aanwezigheid van een illiquiditeitspremie, ook kunnen ze bijdragen aan de diversificatie

van de portefeuille door de exposure naar andere risicobronnen.

Bij een collectief beheerde portefeuille – zoals met het theoretisch beschermingsrendement – is het beheer van liquiditeit en illiquide beleggingen sterk vergelijkbaar met het huidige FTK. Dat geeft ook onder de solidaire premiereregeling meer dan voldoende ruimte voor illiquide beleggingen.

5) Ook renteaftdekking voor jongeren

Iedereen is het erover eens dat renteaftdekking voor ouderen gewenst is, maar ook voor jongeren kan een zekere renteaftdekking waarde toevoegen. Net als ouderen hebben jongeren renterisico. Gegeven hun lange horizon kan een procentpunt hogere of lagere rente een groot verschil maken in de uiteindelijke hoogte van de pensioenuitkering. Met renteaftdekking kan een gedeelte van dit risico worden weggenomen. Voor jongeren is echter de impact op het verwachte rendement misschien nog wel belangrijker. Een combinatie van (gedeeltelijke) renteaftdekking en exposure naar overrendement levert diversificatievoordelen op. Dit is een van de redenen waarom het verwachte rendement bij 50% aftdekking normaal gesproken hoger is dan bij 0% aftdekking.

Hoewel renteaftdekking voor jongeren dus ook gewenst is, is het vaak operationeel niet mogelijk om het renterisico volledig af te dekken. De lange horizon van jongeren zorgt voor een hoge duration, waardoor er relatief veel onderpand nodig is voor de aftdekking. Dit gaat ten koste van de mogelijkheden om overrendement te genereren. Een aftdekking tussen de 25% en 50% voor jongeren lijkt dan ook optimaal voor de meeste pensioenfondsen.

Vijf vuistregels als startpunt voor het beleggingsbeleid

Deze vijf vuistregels bieden een startpunt voor het beleggingsbeleid onder de solidaire premiereregeling. Hiervandaan kan het beleggingsbeleid worden aangepast in lijn met fondsspecifieke kenmerken of eigenschappen. Daarna kan het beleggingsbeleid meer in detail worden vastgesteld, zoals de exacte invulling van de rendementsportefeuille en de instrumentenkeuze voor de renteaftdekking. De doelstelling van de beleggingsportefeuille is en blijft het behalen van het benodigde overrendement tegenover een zo laag mogelijk risico. ■



Gosse Alserda

Investment Strategist,
Aegon Asset Management

IN HET KORT

Er is steeds meer duidelijk over hoe het beleggingsbeleid eruit moet zien onder de Wtp.

Voor het beleggingsbeleid in de solidaire premiereregeling is het belangrijk de allocatie naar de beschermingsportefeuille niet groter te maken dan nodig.

Zorg ervoor dat er zoveel mogelijk vermogen beschikbaar is om het benodigde overrendement optimaal te spreiden

Onder de solidaire premiereregeling is er nog steeds voldoende ruimte voor illiquide beleggingen.

Voor de meeste pensioenfondsen lijkt ook voor jongeren een renteaftdekking tussen de 25% en 50% optimaal.

Ook onder de Wtp versterken fiduciair en vermogensbeheerder elkaar

Voor pensioenfondsen is balansmanagement erg belangrijk. Hoe kan dit het beste worden ingericht? Richard Kragtwijk, Head of LDI, Treasury & Quant, en Armijn Eikelboom, Senior Fiduciair Adviseur, beide van Achmea Investment Management, hebben hier een duidelijke mening over.

Door Harry Geels

Hoe is jullie advisering en uitvoering ingericht op het gebied van balansbeheer?

Kragtwijk: ‘Voor bijna al onze fiduciaire klanten voeren wij het balansbeheer uit binnen onze eigen vermogensbeheerafdeling. Momenteel verzorgen wij voor vijftien pensioenfondsen en Achmea Groep de renteafdekking en valuta-afdekking, met een totale tegenwaarde van ongeveer € 120 miljard aan verplichtingen. We tellen het Centraal Beheer Algemeen Pensioenfonds overigens als één klant, maar daaronder vallen meerdere kringen, met elk een eigen beleggingsbeleid. Daarnaast verzorgen wij voor vrijwel alle klanten het liquiditeits- en onderpandbeheer en de allocatie en de herbalancering van de gelden over de verschillende beleggingscategorieën.’

Eikelboom: ‘Als fiduciair adviseur willen we overzicht en inzicht geven rond de strategische beleggingsvraagstukken van onze pensioenfondsklanten. Wat betreft de balans van pensioenfondsen adviseren we bijvoorbeeld over rente- en valuta-afdekking en over het onderpand. Dat heeft de afgelopen jaren veel invloed gehad op het dekkingsgraadverloop en de risico-blootstelling. Onder de Wtp blijven deze onderwerpen dominant voor het verwachte verloop van de pensioenuitkering en het pensioenkapitaal van de deelnemers.’

Waarom leggen jullie klanten de strategie en de uitvoering doorgaans in één hand?

Kragtwijk: ‘De twee afdelingen, fiduciair en vermogensbeheer, kennen complementaire expertises en verantwoordelijkheden. De fiduciair kent de klant en vraagt door op de specifieke wensen, ook wetende wat er operationeel uitvoerbaar is. Vermogensbeheerders zijn specialist op het gebied van financiële markten, financiële instrumenten en efficiënte implementatie. Beide expertises zijn belangrijk voor het advies op het gebied van balansbeheer. Hoewel wij duidelijk gescheiden verantwoordelijkheden hebben, werken we gestructureerd en intensief samen. Voorbeelden zijn de permanente afstemming over de specifieke klantportefeuilles en onze strategische huisvisies op het gebied van balansbeheer. Hiermee kunnen we maatwerk leveren voor onze klanten.’

Sommige klanten zitten zelf graag kort op de bal en nemen zelf besluiten op basis van fiduciaire adviezen. Die monden vervolgens uit in een relatief passief uitvoeringsmandaat met daarin weinig speelruimte voor de vermogensbeheerder. Andere klanten leggen juist liever veel discretionaire bevoegdheid binnen het mandaat en horen graag toelichting van portfoliomanagers op gemaakte keuzes. Wij kunnen beide varianten goed accommoderen, met ofwel de fiduciair adviseur ofwel de portfoliomanager meer op de voorgrond.

Een ander voordeel is dat klanten behoefte hebben aan heldere contractuele afspraken met dienstverleners. Dat gaat makkelijker met één partij. Met twee of meer partijen ontstaan nog weleens grijze gebieden, zeker als markten of wettelijke kaders veranderen. Wij nemen linksom of rechtsom altijd de verantwoordelijkheid om mandaten en beleid tijdig aan te passen.’

Eikelboom: ‘Er zijn meer voordelen, waaronder de korte communicatielijnen. Dit toont zeker zijn waarde tijdens marktstress. Dat is in het verleden meermaals gebleken. Zo konden we adequaat schakelen tijdens de scherpe stijging van de rentes in september 2022. Omdat we dagelijks op de hoogte zijn van de toestand van onze klantportefeuilles, konden we direct in afstemming met onze klanten schakelen. Maar ook voor reguliere aanpassingen in de beleggingsportefeuille helpt het dat we de portefeuilles goed kennen en elkaar snel kunnen vinden. Denk hierbij bijvoorbeeld aan (aankomende) herbalancerings- en herbalancerings-

categorieën, cashmanagementactiviteiten of wisselingen tussen verschillende vermogensbeheerders. Onder de Wtp blijft deze afstemming cruciaal. De dynamiek van het herbalanceringsbeleid en het onderpandbeleid is bijvoorbeeld anders dan nu. Dat vraagt goede grip op de portefeuille en korte lijnen met pensioenfondsen en uitvoerder.

Het laatste voordeel dat ik wil noemen, is dataconsistentie: bij één gedeelde bronadministratie heb je geen risico dat advies en beheer naar verschillende werkelijkheden kijken. Rapportages zijn dus eenduidig en er hoeft geen energie gestoken te worden in het verklaren van verschillen in bijvoorbeeld performance of vermogensstanden.’

Zijn er klanten die toch governance-risico's zien als jullie zowel fiduciair adviseur als vermogensbeheerder zijn? Waarom is dat dan en hoe gaan jullie daarmee om?

Eikelboom: ‘Klanten vinden het heel belangrijk dat potentiële belangenverstrengeling wordt voorkomen. De fiduciair moet vermogensbeheerders namelijk ook monitoren en beoordelen en je wilt niet dat de slager zijn eigen vlees keurt. Echter, de meeste klanten hechten voor balansbeheer meer waarde aan de voordelen die we eerder noemden.’

Kragtwijk: ‘Er zijn verschillende manieren waarop we het governancerisico onderwerpen: met voldoende countervailing power. Het belangrijkste hierbij is een zo objectief en transparant mogelijk beoordelingssysteem van de vermogensbeheeractiviteiten. Dit gebeurt via ons Quality Control Committee, met daarin afgevaardigden uit de directie, fiduciair adviseurs en tweedelijns risicomanagers. Periodiek laten we ook een review door externe partijen uitvoeren.’

Kunnen klanten die separate diensten afnemen ook profiteren van jullie synergie?

Kragtwijk: ‘Klanten die oplossingen afnemen op deelgebieden hebben ook baat bij onze nauwe samenwerking. Als een pensioenfonds bijvoorbeeld alleen de uitvoering van LDI bij ons neerlegt, vindt het contact voornamelijk plaats met onze portfoliomanagers binnen vermogensbeheer. In die situatie is de klant of een externe adviseur formeel verantwoordelijk voor het strategische beleid en de vormgeving van het mandaat. Onze portfoliomanagers denken daar echter ook proactief in mee, want ze zijn gewend om verder te kijken dan enkel de uitvoering van



CV

Richard Kragtwijk

Richard Kragtwijk is Hoofd LDI, Treasury en Quantitative Development binnen de vermogensbeheerafdeling van Achmea Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor de uitvoering van balansbeheerprocessen, waaronder de rente- en valuta-afdekking, beleggingen in staatsobligaties, het asset-allocatieproces en het liquiditeitsbeheer. Eerder werkte hij bij Royal Bank of Scotland en ABN AMRO. Kragtwijk studeerde Financial Economics aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Hij is CFA Charterhouder.

de opdracht. Zij kunnen hierbij leunen op onze doorlopende wederzijdse kennisdeling met de fiduciaire collega's.

Klanten die separate diensten afnemen, kunnen in de praktijk echter niet van alle voordelen van onze samenwerking profiteren. De voordelen van heldere contractafspraken en de korte communicatielijnen ten tijde van crises gelden bijvoorbeeld alleen als klanten ‘alles in één hand’ leggen. Wij zijn hier transparant over en proberen hierover wel zo duidelijk mogelijke afspraken te maken met externe adviseurs.’

Op welke manier speelt MVB een rol in balansbeheer?

Eikelboom: ‘MVB is ook onder de Wtp onderdeel van alle afzonderlijke beleggingsportefeuilles. Naast de bekende green bonds is er bijvoorbeeld een enorme groei gaande in hoogkredietwaardige Euro Social & Sustainable bonds. In een beschermingsportefeuille die mikt op het minimaal behalen van het rendement van de rentetermijnstructuur, kan dit type bonds een waardevolle aanvulling zijn. Als de onderpandvereisten het toelaten, is met dit type obligaties een duurzame portefeuille neer te zetten, die ook nog eens een aantrekkelijke premie oogst.’

Kragtwijk: ‘MVB wordt ook steeds prominenter in de uitvoering van balansbeheer, met name binnen LDI. We beleggen momenteel voor circa € 3 miljard >

in green bonds binnen onze obligatieportefeuilles. Hieronder valt ook het Achmea IM Green Bond Fund, waarin momenteel ruim € 800 miljoen aan beheerd vermogen zit. Wij passen daarnaast ook ESG-criteria toe op onze bancaire tegenpartijen en brokers en kunnen bij normschendingen overgaan tot uitsluiting van deze partijen.'

Hoe bereiden jullie pensioenfondsen momenteel voor op de Wtp-implementatie?

Eikelboom: 'We begeleiden al onze klanten die de komende jaren onderweg zijn in de transitie. Dat doen we in nauw contact met het pensioenfonds, de pensioenadministrateur en de overige adviseurs. We adviseren en ondersteunen niet alleen over het aanstaande beleggingsbeleid en risicobeheersing, maar stemmen ook af over de koppeling met de pensioenadministratie. We hebben hiervoor het zogeheten driehoeks-overleg, dat cruciaal is om tot goede afspraken en voorbereidingen te komen tussen de klant, de pensioenuitvoeringsorganisatie en ons als vermogensbeheerder.'

Kragtwijk: 'We zijn momenteel druk met enerzijds het operationeel inrichten van nieuwe producten en oplossingen en anderzijds het meedenken over transitieplannen. Wat betreft producten en oplossingen blijven alle huidige LDI- en Treasury-activiteiten relevant voor zowel FPR als SPR. Binnen FPR gaan we meer dan voorheen werken met zogenaamde modules, wat in feite een administratieve variant is van een mix-fonds, bestaande uit beleggingen in meerdere onderliggende fondsen of mandaten. Een module rente kan bijvoorbeeld bestaan uit een combinatie van beleggingen in staatsobligaties, bedrijfsobligaties en hypotheek. Ook voor de rendementsportefeuille creëren we vergelijkbare modules, zodat deelnemers straks via dynamische life-cycles kunnen in- en uitstappen, via hun individuele beleggingspotjes. Voor de SPR geldt bijvoorbeeld dat de beschermingsportefeuille een wat andere invulling kan gaan krijgen wat betreft obligaties en derivaten, dan in de LDI-mandaten in FTK. Het doel wordt explicieter, namelijk het nabootsen van het beschermingsrendement dat deelnemers ontvangen. Echter, de LDI-mandaten en -processen zullen straks nog sterk lijken op de huidige FTK-varianten. Wat betreft de transitieplannen denken wij mee over wanneer balansrisico's en exposures het beste kunnen worden omgezet van de oude naar de nieuwe situatie en met welke



CV

Armijn Eikelboom

Armijn Eikelboom is Fiduciair Adviseur voor een aantal pensioenfondsklanten van Achmea Investment Management en is nauw betrokken bij de (voorbereiding op) Wtp-transitie voor de klanten van Achmea IM. Daarvoor werkte hij als Portfolio Manager Fixed Income bij Kempen Capital Management en als Econoom bij ING. Eikelboom studeerde Macro en Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.

instrumenten. Klanten kunnen namelijk een andere risicohouding hebben richting het invaarmoment versus direct daarna.'

Verder in de toekomst kijkend: hoe verandert jullie dienstverlening na de Wtp-transitie versus het FTK?

Eikelboom: 'Concrete beleggingsadviezen en -oplossingen verschaffen aan onze pensioenfondsklanten blijft onze kerntaak. Onder de Wtp is dat zeker in de eerste jaren intensiever, omdat de dynamiek verschilt met die onder het FTK. Er moet ook periodiek getoetst worden of de strategische portefeuille nog steeds voldoet aan de aanvankelijke doelstelling. Als fiduciair willen we dat inzichtelijk blijven maken voor besturen. De rapportages zullen ook wezenlijk veranderen om onder meer het verloop van de portefeuille te toetsen aan de doelen en om op onderdelen bruikbaar te zijn voor de communicatie met de deelnemers.'

Kragtwijk: 'Het belang van automatisering, schaalbaarheid, kostenefficiëntie en databeheer wordt steeds belangrijker, zowel voor onze klanten als voor Achmea IM zelf. Wij investeren daarom ook flink, onder meer in nieuwe front office- en administratiesystemen. Ook passen wij onze organisatorische inrichting hierop aan, zodat we met de juiste experts en specialisten onze bestaande en toekomstige klanten goed kunnen blijven bedienen.' ■

Vernieuwd ethisch leiderschap in beleggen

Klantbelang voorop! Ontdek de impact van de aangescherpte CFA-ethieknormen op beleggingsprofessionals. De normen spelen een cruciale rol in het winnen van het vertrouwen van klanten en in het bevorderen van efficiënte kapitaalmarkten in een steeds veranderende maatschappij.

De volgende drie CFA-ethieknormen zijn per 1 januari 2024 aangescherpt:

1: Houd competentie op niveau

Als lid van de ethiekcommissie van CFA Institute gedurende zeven jaar heb ik niet meegemaakt dat er een nieuwe standaard werd toegevoegd. De toevoeging van deze nieuwe Standard I(E) Professionalism markeert een bijzonder moment in de geschiedenis van CFA Institute:

‘Members and Candidates must act with and maintain the competence necessary to fulfil their professional responsibilities.’

Het principe van permanente educatie was allang onderdeel van de Code of Ethics, maar het is nu een praktische verplichting geworden. Het is een stap in de richting van een langlopende discussie binnen CFA Institute over verplichte permanente educatiepunten. Europese MiFID II-regels leggen ook nadruk op gekwalificeerde medewerkers. Hoe je in de praktijk invulling geeft aan deze standaard, verschilt per persoon. Het hangt af van je werk en wat ervoor nodig is om gekwalificeerd te blijven. CFA Society Netherlands biedt hiervoor modules uit het RBA-programma.

2: Geef duidelijkheid over kosten

Klanten moeten weloverwogen beleggingsbeslissingen kunnen nemen. In Standard V(B) stond al dat je duidelijkheid moet geven over de aard, de beperkingen en de risico's van jouw beleggingsproces en welke factoren je daarin meeneemt. Bovendien moet je onderscheid maken tussen feiten en opinies. Daar komt nu het volgende bij:

‘Disclose to clients and prospective clients the nature of the services provided, along with information about the costs to the

client associated with those services.’

Als beleggingsprofessionals moeten we ons bewust zijn van onze verantwoordelijkheid. Door open kaart te spelen, versterken wij de vertrouwensrelatie met onze klanten. Zo heeft de Pensioenfederatie een aanbeveling voor de transparantie van uitvoeringskosten.

3: Vermijd belangenconflicten

In de wereld van beleggingen draait alles om vertrouwen. Belangenconflicten helpen daar niet bij. Toezicht heeft veel aandacht voor belangenverstremgeling. In Standard VI (A) stond al dat je open moet zijn over belangenconflicten en in de Guidance stond dat het beter is om belangenconflicten te vermijden. Maar nu is ‘vermijden’ concreet opgenomen in de aangepaste standaard:

‘Members and Candidates must avoid or make full and fair disclosure of all matters that could reasonably be expected to impair their independence and objectivity and interfere with respective duties to their clients, prospective clients, and employer.’

De Standards blijven de mogelijkheid onderkennen dat het niet altijd mogelijk of redelijk is om een belangenconflict te vermijden. In dat geval blijft openheid van zaken een mogelijkheid om met het belangenconflict om te gaan. In een wereld waar integriteit cruciaal is, biedt deze verandering een waardevolle leidraad voor beleggingsprofessionals om hun onafhankelijkheid en objectiviteit te handhaven.

Naleving van de ethische normen is niet slechts een formele vereiste, maar een kans om leiderschap te tonen. In de workshops ethiek die ik geef, merk ik dat beleggingsprofessionals echt geholpen zijn met kennis van de ethische principes. Het geeft ze het zelfvertrouwen om op professionele wijze om te gaan met de ethische dilemma's die we vroeg of laat allemaal in ons werk tegenkomen.

Kennis en vaardigheden op het gebied van ethiek zijn een instrument om het vertrouwen van klanten te versterken en de sector te leiden naar een toekomst waarin ethiek de sleutel is tot duurzaam succes. ■



Door **Rik Albrecht**, CFA, Bestuurder, Toezichthouder en Voorzitter beleggingscommissie bij diverse pensioenfondsen en Lid van de Ethics Committee en de Advocacy Committee van CFA Society Netherlands.

Inspelen op volgende cyclus in private markten

De kredietcrisis blijkt een slechte graadmeter te zijn voor hoe private markten de huidige neergang zullen doorstaan. Beleggers met voldoende cash-reserves kunnen nu al profiteren van kansen in de markt.

Door Eric Adler

Er werd altijd al met enige scepsis naar private markten gekeken, maar de toon van recente vooruitzichten is nog somberder geworden.

In de markt wordt gewezen op de verminderde wereldwijde vraag naar kantoorruimte en sommigen trekken de conclusie dat de gehele commerciële vastgoedmarkt zal instorten, mogelijk met de ondergang van commerciële banken tot gevolg. Anderen denken dat hogere rentetarieven uiteindelijk een bubbel zullen doorprikken in de groeiende private creditmarkten.

Door de economische groeivertraging en de historische stijging van de rentetarieven corrigeren

private markten wel degelijk. Enig negatief sentiment is normaal en begrijpelijk. Een decennium van lage rentes resulteerde in enorme kapitaalstromen naar verschillende private beleggingscategorieën, omdat beleggers op zoek waren naar rendement. Gezien de nieuwe renteniveaus is het logisch dat een deel van dit kapitaal wordt geheralloceerd.

Door de grote sell-off eerder op de aandelenmarkten werden veel institutionele beleggers bovendien gedwongen hun portefeuilles te herbalanceren, wat kleinere allocaties naar private markten onvermijdelijk maakte. Het probleem is dat veel mensen wat er gebeurde tijdens de krediet-



crisis (GFC) als een blauwdruk beschouwen voor wat er nu zal gebeuren. Zo is er de perceptie dat omdat vastgoed zo nauw verbonden was met de laatste grote marktdaling, het deze keer ook weer een soort katalysator zal zijn.

Toen vorig jaar een aantal Amerikaanse regionale banken in de problemen kwam, werd er veel gesproken over het potentiële 'besmettings-effect' en het 'systematische risico' van vastgoedbelangen. Velen kregen hierbij het gevoel van het Lehman-moment van jaren geleden. Deze vergelijking gaat echter niet helemaal op. Vastgoed was weliswaar nauw verbonden met de GFC, maar niet de enige oorzaak. Bear Stearns en Lehman Brothers gingen ook om andere redenen dan hun exposure naar vastgoed ten onder.

Dieper begrip

Er zijn verschillende redenen waarom de huidige

correctie op geen enkele manier op de GFC lijkt. Zo voltrekt deze zich in een veel lager tempo. We schatten dat de wereldwijde vastgoedwaarden met ongeveer 10% tot 15% zijn gedaald sinds hun hoogtepunt in 2022. Sommige subsectoren en regio's daalden sterker, maar op mondiaal niveau is de schaal en de snelheid van de correctie niet overdreven groot.

Mede doordat iedereen het zag aankomen, corrigeren markten zich nu langzamer dan tijdens de GFC. We bevinden ons in het midden van een door rentetarieven geleide vertraging die voorspelbaar is en een direct gevolg is van de toegenomen inflatie. Terwijl tijdens de GFC de hele beleggingscategorie snel grotendeels illiquide werd en vervolgens instortte.

Ten tweede zijn institutionele beleggers wijzer geworden en begrijpen ze private markten beter dan tijdens de GFC. Ze weten dat hun asset

'De trend van het niet-bancaire lenen, die 15 jaar geleden door de crisis werd ingeluid, zal waarschijnlijk voortduren.'

managers in deze markt kunnen overgaan tot verkoop, maar begrijpen ook waarom dat misschien niet de beste beslissing is.

Ten derde hebben beleggers tegenwoordig een gedetailleerder inzicht in hun portefeuilles. Ze willen hoogwaardige assets behouden in plaats van volledig uit categorieën te stappen zoals ze tijdens eerdere crises deden.

Tot slot, omdat institutionele beleggers optimistischer zijn, hoeven asset managers minder in actie te komen. Tijdens de GFC was er een sterke wens van beleggers om volledig uit vastgoed en andere private credit-markten te stappen. De daaropvolgende 'paniek' sloeg over op asset managers die nauwelijks meer oog hadden voor kansen. Die totale ontwrichting van de markt creëerde een 'fog of war'.

Kansen doen zich voor
Die mist van onzekerheid is er vandaag de dag zeker niet. Sterker nog, er doen zich al verschillende kansen voor op private markten.

Neem bijvoorbeeld private debt. De trend van het niet-bancaire lenen, die 15 jaar geleden door de crisis werd ingeluid, zal waarschijnlijk voortduren, gezien de aanhoudende beperkingen door regelgeving waar banken mee te maken hebben.

In de VS hebben de problemen waarmee regionale banken vorig jaar werden geconfronteerd, de vraag naar private leningen alleen maar versneld. We zien al een tekort aan bouwfinanciering, een gebied dat traditioneel werd gedomineerd door regionale banken.

We hebben ook gezien dat de omvang van de leningen in de afgelopen zes maanden is toegenomen vergeleken met de twee jaar daarvoor. Dit wijst op minder concurrentie tussen kredietverstekkers van welke aard dan ook (zelfs niet-bancaire verstrekkers hebben liquiditeitsbeperkingen boven een bepaalde omvang). Dit zou rendementen moeten ondersteunen. Minder concurrentie betekent immers dat verstrekkers over voorwaarden kunnen onderhandelen die in het belang zijn van de onderliggende investeerders.

Binnen al onze private credit teams hebben we een afname van de leenvolumes gezien omdat bedrijven die niet direct liquiditeit nodig hebben financieringsbeslissingen uitstellen. Echter, de partijen die wél geld nodig hebben, willen zekerheid.

Dit wijst op een algemene vlucht naar kwaliteit, zowel wat betreft het afsluiten van leningen als de managers die ze selecteren.

Secondaries

Op de korte termijn zijn er kansen met betrekking tot het verschaffen van liquiditeit op private markten. Dit houdt beleggers op secundaire markten bezig, vooral op gebieden als private equity die een enorme kapitaalinstroom hebben gezien sinds de GFC. Partijen met de grootste liquiditeitsbehoefte zijn bereid aanzienlijke kortingen te accepteren, wat aantrekkelijke koopkansen biedt voor beleggers die deze cyclus kunnen doorstaan.

Ondertussen is de hogere inflatie goed voor de

landbouw, aangezien de prijs van gewassen en voedingsmiddelen de neiging heeft om hiermee gelijke tred te houden.

Strategieën die direct verband houden met of grenzen aan hernieuwbare energie- of transitie-energie-infrastructuur bieden ook een goede inflatiebescherming.

Andere sectoren binnen private markten zijn verweven met langetermijntrends die zich ver buiten deze marktcyclus zullen blijven voordoen. Een steeds grotere vraag naar meer dataverwerking biedt aanzienlijke structurele steun aan assets die verband houden met digitale infrastructuur, zoals datacenters.

Toen na 2010 de stofwolken van de GFC optrokken, kregen beleggers weer zicht op welke delen van de markt sterker zouden opkomen en konden markten opnieuw differentiëren. Kredieten die tijdens de perioden van stress waren uitgegeven, kenden enkele van de beste rendementen in decennia.

Maar beleggingsideeën zijn niets zonder kapitaal, en veel organisaties bleven lange tijd terughoudend met het alloceren naar private markten.

Vandaag de dag wordt geschat dat er voor honderden miljarden dollars aan dry powder klaarligt om geïnvesteerd te worden.

Dit wijst misschien op de grootste les uit de crisis: er is leven na welke cyclus dan ook. Achter de krantenkoppen en het slechte nieuws staat een groep institutionele beleggers geduldig hun kansen af te wachten. ■



Eric Adler

CEO, PGIM Private Alternatives

IN HET KORT

De huidige correctie is op geen enkele manier vergelijkbaar met de kredietcrisis. Zo hebben institutionele beleggers nu een beter begrip van private beleggingen.

Achter de negatieve krantenkoppen staat een groep institutionele beleggers geduldig hun kansen af te wachten.

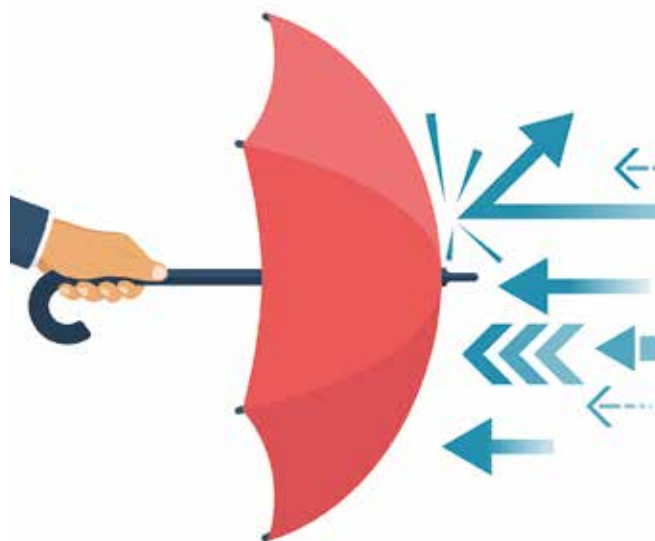
De eerste kansen dienen zich al aan, vooral op het gebied van private debt, secondaries en assets die verband houden met digitale infrastructuur zoals datacenters.

Private Credit: an all-weather asset class?

Private markets have experienced significant growth over the last decade, when rates were low or even negative. We are now facing a new environment with rising concerns regarding the impact of higher interest costs on companies, especially since a majority of the debt is floating around in private debt markets.

By *Damien Guichard*

Signs of stress are emerging in the market, even affecting previously successful companies and sectors such as healthcare and tech that were perceived to be resilient. That does not mean that now is not the right time to invest in private debt. The market is expected to grow. According to research agency Preqin global private debt AUM is forecast to double its 2022 total of \$1.5 trillion to a new record high of \$2.8 trillion in 2028, a compound annual growth rate of 11%.¹



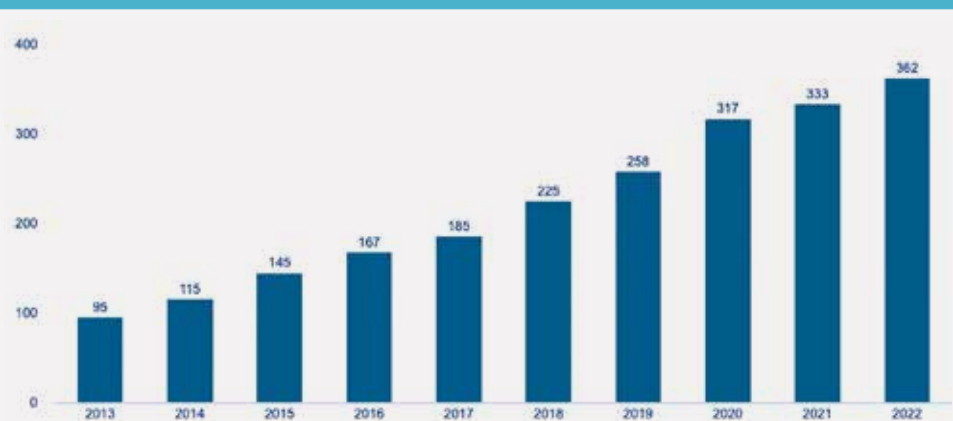
Navigating European Private Credit

Private debt as an asset class is relatively attractive in the medium-term. Back in Q3 2022, when the European Leveraged Loan Index was below 90, it would have been difficult to argue for a significant premium in private debt versus public. But in the long run we do think that there will be a structural advantage favouring private over public debt. We sometimes talk about an illiquidity premium for private deals.

But from a borrower standpoint, it is very much about the structural advantages of going private versus public, at least for the mid-market companies. This will include ad hoc documentation, certainty of execution, no disclosure of your financials to competition, and the absence of public rating. In our view, borrowers are willing to pay up for that and this is why we maintain our belief that in the long run there will be some type of premium of private versus public debt.

‘One of the arguments in favour of private debt is that often the documentation is stronger, in particular in terms of covenants.’

FIGURE 1: PRIVATE DEBT AUM (\$ BILLION) IN EUROPE SINCE 2013



Source: Preqin Global Private Debt Report 2022, Jan 2022. GSAIM 2022 Survey, Apr 2022.

'The most compelling opportunity going into 2024 is in private credit.'

Value proposition for investors

One of the arguments in favour of private debt is that often the documentation is stronger, in particular in terms of covenants. There have been some covenant light deals within the private debt market recently, but that remains a rare occurrence.

We hope that it will remain the case, as having some meaningful covenant is really a key part of the value proposition for private debt investors.

When we look at the statistics on the public side, we observe that for leveraged loan transactions, the average leverage was probably around 5.5 times over 2020 and 2021, a bit lower in 2023. It is probable that the average leverage in private debt deals is similar. But with a stronger documentation, recovery rates should be better in the private debt markets versus the public debt markets. It's also fair to say that in the public markets there is more opportunity to invest at the right time and to choose your entry point.

Private debt is a part of the strategy allocation. It's an asset class in itself and you have to invest steadily in this asset class. You will get

the benefit of diversification and you will probably get a decent return for the risk. But it is very difficult to do any market timing.

Charting the course: the right time and entry points

The decision to invest is very much about credit selection and process. Many strategists suggested that in the public markets the optimal time to invest in high yield is mid-recession, when people are most worried about default rates. In the public market you have the opportunity to do some market timing or at least to choose your entry point.

With regard to private debt, however, you invest over a number of years. The key therefore is to be steady in your allocation with private debt and recognize that market timing is better suited for the public debt markets.

Private debt is now the instrument of choice for mid-market acquisition finance in Europe. On the supply side we see banks retreating, leaving space for direct lenders. As a result we see the private debt market becoming more mature across geographies as well.

Private credit most compelling opportunity

The most compelling opportunity going into 2024 is in private credit, where the risk-reward profile looks attractive. Just like in public credit markets, the rise in interest rates has pushed yields in private credit to levels investors haven't been able to achieve in years.

Higher rates clearly also lead to stress in terms of corporate funding costs, and there are questions regarding the affordability of certain capital structures. With major bank lenders likely to grow more risk-averse in 2024, private markets investors should find opportunities to enter funding partnerships on favourable terms.

One of the benefits of private markets is the inflation protection afforded to investors by the structure of many investments, a theme which we think will remain relevant in 2024. Seeing private markets as an inflation hedge can be an oversimplification, but many of the deal structures do offer a good level of protection against inflation.

In private (corporate) credit, for example, many deals are on a floating-rate basis where payments rise in line with base interest rates, while infrastructure projects tend to have inflation-linked costs and prices.

It should be said that these are by no means perfect hedges against inflation, and they are most effective amid 'normal' levels of inflation (in other words: in the low single digits) rather than the spikes witnessed in the last 18 months. With inflation gradually moderating but with structural factors likely to keep it above central bank targets for some time yet, private markets can be a strong tool for addressing that concern. ■



Damien Guichard

Head of European Private Credit,
Allianz Global Investors

SUMMARY

After having experienced significant growth when rates were low or even negative, private markets are now facing a new environment with concerns arising regarding the impact of higher interest costs on companies.

Despite the higher interest costs, private debt as an asset class remains relatively attractive in the medium-term.

The key is to be steady in your allocation and recognize that market timing is better suited for the public debt markets.

¹ Source: Preqin, Future of Alternatives 2028 Report, October 2023.

Fund finance: evolution, insights & opportunities

For decades, fund finance has been the area in which large global banks operated. Nowadays, it is coming into the realm of institutional investors. For good reasons, says Shelley Morrison, who leads the Fund Finance strategy at abrdn: ‘Fund finance is a versatile asset class, offering growing opportunities.’

By our editorial team

What is fund finance?

‘Fund finance refers to fund-level debt provided to private markets funds, including private equity, private credit, infrastructure, and real estate funds. There are two main types of fund finance: subscription-line facilities, also known as capital-call facilities, and net-asset value (NAV) loans. Large, global banks have dominated fund finance for several decades. However, the asset class is now opening up to institutional investors looking for low-risk, income-generating assets that can deliver attractive risk-adjusted returns and capture high illiquidity premiums.’

What is the difference between subscription lines and NAV-backed finance for return expectations and risk?

‘Subscription lines, or capital calls, are loans secured against a fund’s limited partner commitments. They are usually multi-currency, revolving credit facilities with a legal maturity between one and three years. These are high-quality assets with first-ranking collateral and the diversification of credit risk across a large pool of committed investors.’

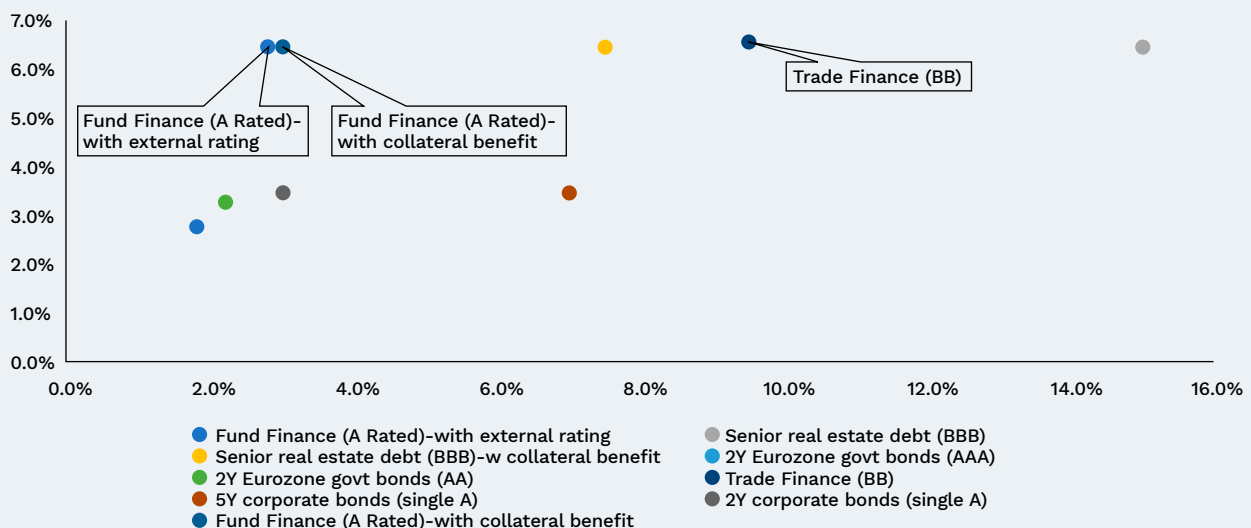
Subscription lines are typically investment-grade quality, with a low correlation to equities and other credit assets. They also have a stable credit risk profile: the asset class has a near-zero loss rate and performed well during the global financial crisis and the Covid-19 pandemic.

Investors should not confuse subscription lines with fund-level NAV loans, which are a form of structural leverage. Fund finance NAV loans are secured by the portfolio assets and are repaid from asset sales or the cashflows from those assets. These have a different, usually higher, risk profile and are typically longer in tenor.’

Why do general partners use fund finance?

‘General partners, or GPs, use subscription lines to bridge a fund’s investment activity. This includes funding an acquisition or investment rather than

FIGURE 1: EXPECTED RETURN VS ESTIMATED SOLVENCY CAPITAL REQUIREMENT



Source: abrdn, as at January 2024.¹

‘Fund finance refers to fund-level debt provided to private markets funds.’

calling capital from investors with a 10-day notice period. This finance provides certainty and flexibility of funding, short-notice access to liquidity and reduces administrative complexity.

GPs use this finance to ‘batch’ capital calls to avoid drawing down on investors too often. Such activity ‘smooths’ the capital call process and reduces the number and frequency of capital calls. Subscription-line facilities are now an integral part of a GP’s strategy – it’s increasingly rare to see a fund without this arrangement.’

What is the benefit of fund finance to limited partners?

‘A squeeze on liquidity is a growing concern for limited partners, or LPs, in the current environment. The lack of a clear, detailed understanding of how and when the fund will call capital increases uncertainty.

The GP’s use of subscription-line facilities means LPs no longer need to hold their capital commitments in highly liquid, lower-yielding investments pending an uncertain and unpredictable call timetable. Greater certainty around the timing of capital calls allows LPs to be more strategic with their liquidity and better manage their cashflows.’

How are investors using fund finance in their portfolios?

‘Fund finance is a versatile asset class. Investors are making allocations to subscription-line loans to achieve many different objectives. These include portfolio diversification, optimising risk-adjusted returns and, where relevant, capital efficiency. By investing in subscription-line loans, it’s possible to achieve higher yields without compromising credit quality or taking on excess credit risk. This asset class is therefore an interesting alternative to assets like shorter-dated government bonds.

Based on our client conversations with European insurance companies and our



CV

Shelley Morrison

Shelley Morrison leads the Fund Finance strategy at abrdn, drawing on extensive experience in fund-level debt facilities across multiple asset classes. Before joining abrdn in 2019, she served as a Director in RBS’s Fund Finance team and worked in structured asset finance at RBS and Lloyds. She holds CFA Investment Management, CISI Corporate Finance, and CFA ESG Investing certificates. Morrison serves on the Fund Finance Association EMEA Executive and Women in Fund Finance Committees and holds degrees from the University of Edinburgh.

in-house insurance solutions team’s expertise, we understand fund finance to be one of the more attractive investments from a capital efficiency versus expected return perspective. Depending on the loan’s tenor, rating, and the insurer’s ability to model the collateral benefit of asset backed lending strategies such as fund finance, the solvency capital requirement, or SCR, is approximately 2 to 3%.

Figure 1 illustrates the relationship between estimated expected returns and estimated SCRs for commonly held public and private credit investments in Europe.’

What are the attributes of a good investment manager in the fund finance space?

‘A good investment manager in this asset class will work with a team of dedicated specialists across all stages of the investment process. These are specialist assets, so investment professionals should demonstrate a deep understanding of the specific risks for subscription-line facilities and strong origination channels.

The investment manager must be experienced in managing the operational aspects of subscription lines. These include short-notice loan requests, multi-currency revolving credit facilities, and more.

Additionally, it's necessary to conduct high-quality due diligence of the fund and credit documentation.

Investors should look for managers who have in-house specialist counsel or who outsource risk management to specialist firms.

We also recommend focusing on the quality of the manager's relationships with other market participants.

Finally, maximising returns from the asset class requires a steady, predictable deployment of capital into loans. A good manager should have extensive relationships with banks and financial sponsors to ensure ongoing access to high-quality deal flow through multiple channels.

Why is the opportunity set particularly rich now?

'There's an insufficient supply of subscription-line finance to meet the growing demand from GPs and financial sponsors. Bank balance sheets have not been able to keep pace with the demand. Furthermore, the 2023 bank failures in the US and Europe removed significant supply from a growing fund finance market. This sudden supply-side contraction had two positive impacts for institutional investors.

First, loan margins for new issuance of investment-grade quality transactions have increased by more than 50 basis points since the first half of 2022. Fund finance lenders can now capture more attractive illiquidity premiums than before.

Second, GPs and financial sponsors are understandably sensitive to bank counterparty risk. Many are broadening and diversifying their lender groups, removing reliance on one or two key lenders.

'There's an insufficient supply of subscription-line finance to meet the growing demand from GPs and financial sponsors.'

'Based on our client conversations with European insurance companies, we understand fund finance to be one of the more attractive investments from a capital efficiency versus expected return perspective.'

Subscription-line facilities are floating-rate assets and typically priced above SOFR, SONIA or EURIBOR, depending on the currency of the loan. Many facilities also benefit from a floating-rate floor, protecting investor returns in a falling interest rate environment.

What are the possibilities for ESG and impact investing within fund finance?

'There's a growing demand for ESG or sustainability-linked subscription lines. Here, the loan margin charged depends on the fund's performance against agreed ESG KPIs or objectives. For example, delivering a measurable reduction in carbon consumption across portfolio companies. These structures are designed to incentivise a positive change in investing or operational behaviour. We've also seen an increase in funds with impact-led investment strategies closely aligned with the SDGs.

It's now possible to invest in a diversified portfolio of fund finance facilities that can help investors achieve their sustainability objectives.' ■

¹ Indicative only. Target return estimates are gross of fees and the source of the information is abrdn's experience of investment management outcomes, as well as Bloomberg for corporate and government bonds. Tenor has been used as opposed to duration, given the relatively short-dated nature of the instruments illustrated. Further potential benefits in the estimated SCR from diversification with other market and non-market risks has not been considered for any of investments shown, given that this is highly specific to an insurers' investment portfolio and constraints. Benefits from the use of an insurers' internal model are also not included. Collateral benefits must be assessed by an insurer based on their own regulations; guidance is only indicative. Currency is assumed to be hedged. External ratings are assumed to be from an external credit assessment institution (ECAI). Information is subject to change and is not a guarantee of future results.

Disclaimer

As with any form of investing, the value of an investment is not guaranteed and an investor may receive less than they invested. abrdn Investments Ireland Limited, Netherlands Branch. WTC H-Tower, 20th Floor Zuidplein 166, 1077 XV Amsterdam, The Netherlands P.O. Box 79074, 1070 NC Amsterdam, The Netherlands. Registered with the trade register of the Chamber of Commerce of Amsterdam (Company No. 72893079). www.abrdn.com



SUMMARY

Fund finance provides low-risk, income-generating assets with attractive returns and high illiquidity premiums, opening new opportunities for institutional investors.

Subscription-line facilities offer stable credit risk profiles and near-zero loss rates, while NAV loans have higher risk profiles and longer tenors.

ESG and sustainability-linked subscription lines incentivise positive change, aligning with the SDGs and enabling investors to achieve their sustainability objectives.

Einde kapitalisme door passief beleggen

Volgens Morningstar is passief beleggen nu groter dan de actieve variant. Passief is zelfs zo groot, dat het invloed heeft op de vrije markt.

Passief beleggen is een disruptieve innovatie waarmee het eenvoudiger en goedkoper is geworden om te beleggen. Het heeft ervoor gezorgd dat zelfs actieve beleggingsoplossingen goedkoper zijn geworden. Bovendien is passieve standaardisering een ideale oplossing in het kader van de digitale transformatie. Adviseurs hoeven ook niet meer zo veel te weten van beleggen. Ze kunnen simpel volstaan met het wijzen op de lage kosten en het feit dat op de lange termijn passief beleggen negen van de tien keer beter presteert dan actief beleggen.

Nu lijkt het antwoord op de vraag welk marktaandeel passieve beleggers hebben redelijk eenvoudig, maar dat is het niet. Morningstar heeft het over fondsen en ETFs, maar daarnaast zijn er ook institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars die deels passief beleggen. Toch kan niet langer worden gesteld dat elk indexfonds of elke ETF een vorm is van passief beleggen. Steeds vaker beleggen deze producten slechts in een deel van de markt. Wie bijvoorbeeld een leverage inverse VIX-linked ETF ziet als een passieve oplossing, is niet goed bij zijn hoofd. Verder blijkt de definitie van de (wereld)index ook niet zo eenvoudig. De verschillen tussen wereldwijd beleggende passieve vermogensbeheerders zijn zelfs groter dan de verschillen tussen actieve vermogensbeheerders. Bovendien is bijna elke belegger zich tegenwoordig bewust van de index, of gebruikt deze als maatstaf. Dan is het onvermijdelijk dat een deel van zo'n portefeuille ook bestaat uit passieve beleggingen. Tot slot zou echt passief

beleggen betekenen dat er meer moet worden geïnvesteerd in private markten, gelet op de omvang van die markten. De 'passieve belegger' bestaat dus niet, maar de invloed van passief beleggen is veel groter dan velen denken.

Toen passief beleggen nog veel kleiner was, stelde ik dat als iedereen passief zou gaan beleggen, dit het einde zou betekenen van het kapitalisme. Toch lijken kapitaalmarkten goed te werken, al heeft de index tegenwoordig wel een wat vreemde samenstelling. Aan de ene kant zijn er de grote techbedrijven die door hun omvang bovengemiddeld profiteren van de groei van passief beleggen. Ze zijn zó groot, dat zelfs actieve beleggers ervoor kiezen ze op te nemen vanwege het gewicht in de index. Aan de andere kant is uit onderzoek van het Amerikaanse National Bureau of Economic Research gebleken dat het toenemende gebruik van indexbeleggingen ervoor zorgt dat aandelen in de index minder gevoelig zijn geworden voor nieuws. Dat komt doordat er geen prikkel meer is bij de belegger en het bedrijf om iets met dat nieuws te doen. Het enige wat telt, is het gewicht in de index. Het gevolg is onder meer een groeiend percentage zombie-bedrijven in de index. Zo'n barbell-index van big tech-bedrijven en zombies heeft natuurlijk niet de eeuwigheid.

Passief beleggen was aanvankelijk een goed idee, maar is nu uitgegroeid tot een fenomeen dat de groeicreërende en consensusvormende invloed van het vrijemarktkapitalisme dreigt te vernietigen. De te grote positie in passief beleggen is een rem op het vermogen van het kapitalisme om zich aan te passen, om te streven naar uitmuntendheid, efficiëntie en creativiteit. Bovendien zorgt het voor steeds meer kritiek op het kapitalisme, een kapitalisme dat feitelijk al niet meer bestaat. ■



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

Goed werkende effectenbeurzen zijn van groot belang

Hoe efficiënter markten functioneren, des te beter de allocatie van kapitaal in de maatschappij. Financial Investigator sprak met Albert Menkveld, een van de meest invloedrijke hoogleraren Finance van Nederland, over de vraag hoe goed onze beurzen werken en welke rol high frequency trading en hedge funds daarbij spelen.

Door Harry Geels

Als Hoogleraar Finance bent u in 2020, 2021 en 2022 de best publicerende Nederlandse econoom geweest volgens de Economentop 40 van ESB Waar ligt uw expertise?

‘Ik ben altijd gefascineerd geweest door de financiële markten. Zelfs toen ik in mijn eerste baan bij KLM ging werken, na mijn studie Econometrie, heb ik me meteen met de markten beziggehouden. KLM had destijds twee beursnoteringen, één in Amsterdam en één in New York, en ik wilde uitzoeken waar nu de prijsvinding, of eigenlijke waardering, plaatsvond. Uiteindelijk heb ik hier een proefschrift over geschreven, naast mijn baan bij KLM, omdat ik vooral ook de intellectuele uitdaging zocht. De kwestie van prijsvinding was destijds relevant, omdat het antwoord zou geven op de vraag waar het management, wat betreft de beursnotering en de voorlichting van beleggers, uiteindelijk

zijn tijd moest doorbrengen. In mijn proefschrift staat dat het primair van de sector afhangt waar de echte prijsvinding plaatsvindt. Voor Europese oliebedrijven was dat bijvoorbeeld vooral de VS. Bij KLM was het beide markten. Mijn advies aan KLM was destijds om het ene jaar in New York acte de présence te geven en het andere jaar in Amsterdam. Ik heb me daarna verder gespecialiseerd in de effectenmarkten, vooral in de architectuur ervan, met als hoofdvragen of die goed werken voor eindbeleggers en waar het eventueel fout kan gaan. Denk ook aan vraagstukken als liquiditeit, kosten, efficiënte prijsvinding, onderpand.’

Zijn financiële markten efficiënt?

‘We spreken niet voor niets over een efficiënte markthypothese (EMH). Het is een wetenschappelijk debat, getuige ook de Nobelprijs die Eugene Fama, de ‘uitvinder’ van de EMH, en Robert Shiller, die stelt dat koersen wel meer dan twintigmaal zo heftig kunnen fluctueren als de fundamenteel rechtvaardigen, in 2013 tezamen kregen. Er is niet één waarheid. Fama en Shiller belichten beiden het probleem van een andere kant en komen zo tot een ander beeld. Een mooie knipoog naar de EMH geeft het boek van Lasse Pedersen, met als toepasselijke titel Efficiently Inefficient.

Om grip te krijgen op het probleem van marktefficiëntie, moeten we eigenlijk één stap terug, naar de vraag: ‘Hoe kom ik als belegger aan informatie?’ Informatievergaring

‘Beleggers handelen tot het niveau dat het voordeel van het extra stukje informatie minder wordt dan de kosten om dat te vinden.’



Albert Menkveld

Albert Menkveld is Hoogleraar Finance aan de Vrije Universiteit Amsterdam en Fellow aan het Tinbergen Instituut. Tevens is hij Research Fellow bij het Centre for Economic Policy Research (CEPR) en Lid van de Kapitaalmarktcommissie van de Nederlandse Autoriteit voor de Financiële Markten (AFM). Eerder was hij onder andere Lid van de Group of Economic Advisors van de European Securities and Market Authority (ESMA) en Lid van de Academische Raad van de Autorité des Marchés Financiers.

kost resources. Menig belegger concludeert dat informatievergaring op een gegeven moment te duur wordt om nog dat laatste ‘signaal’ voor de ‘juiste’ fundamentele waarde te vinden. Beleggers handelen tot het niveau dat het voordeel van het extra stukje informatie minder wordt dan de kosten om dat te vinden.

Er wordt ook wel gezegd dat liquiditeit een rol speelt: ‘Hoe groter die is, hoe efficiënter de markt.’ Dat ligt genuanceerder. Het gaat eigenlijk om de spread die market makers stellen: hoe kleiner die spread, hoe efficiënter de markt. Die spread is een balanceeract tussen de handel die market makers doen met geïnformeerde en niet-geïnformeerde beleggers. Die laatsten worden ook wel noise traders genoemd. Market makers verliezen doorgaans op hun transacties met geïnformeerde beleggers, maar maken winst door met noise traders te handelen. Lang verhaal kort: markten neigen ernaar efficiënter te worden als de kosten van informatievergaring kleiner worden. Terzijde, noise traders zijn niet per definitie domme beleggers. Ze moeten regelmatig ‘gewoon’ handelen, bijvoorbeeld omdat ze rebalancen.’

Heeft de enorme automatisering van de handel de markten efficiënter gemaakt?

‘Eigenlijk zijn er twee interessante ontwikkelingen. Ten eerste de voortschrijdende automatisering, waaronder ook de verplaatsing van de vloerhandel naar digitale beurzen. Ten tweede de automatische handel, al dan niet via speciale algoritmen, en de toenemende kunstmatige intelligentie, of machine learning. Beide ontwikkelingen hebben de markten efficiënter gemaakt, gedurende een handelsdag, maar ook over langere beleggingsperiodes. In de afgelopen decennia zijn er beleggers geweest die flink hebben geïnvesteerd in computerkracht en -algoritmen, bijvoorbeeld om zoveel mogelijk signalen tegelijkertijd te analyseren, waaronder transactievolumes. Gelijktijdig met deze ontwikkelingen daalden de transactiekosten met meer dan 50%, waaronder ook de bied-laag spreads die zoals gezegd een indicatie van

marktefficiëntie zijn. Ik ben benieuwd wat AI nog meer kan brengen. Mijn gevoel zegt dat markten hierdoor nog efficiënter kunnen worden.

Voor marktefficiëntie is het verder van belang dat beurzen voldoende actieve tot zeer actieve beleggers en nieuwe bedrijven weten te trekken. Daar zit wel een zorg. Ik bekijk onder andere de snelle ontwikkeling van private markten met argusogen. Voor efficiënte prijsvorming – en alle voordelen die daarmee samenhangen, zoals de efficiënte allocatie van kapitaal in een economie – zijn publieke beurzen belangrijk. Daar vindt meer dan in de private markten de informatie-(verwerkings)competitie plaats. Als we het vrije marktmechanisme niet meer hebben, missen we de ‘wisdom of the crowd’, of lopen we de kans dat bureaucraten de kapitaalallocatie gaan doen. Het marktmechanisme werkt weliswaar niet altijd perfect, maar de geschiedenis heeft geleerd dat het beter is dan centrale kapitaalallocatie.’

Hoe beïnvloedt de enorme populariteit van passief beleggen de financiële markten? Wordt de markt dommer of inefficiënter omdat minder beleggers aan prijsvinding doen?

‘Ik zie nog altijd geen bewijs voor de regelmatig genoemde negatieve gevolgen van passief beleggen. We zouden zelfs kunnen stellen dat naarmate er met slimme handels-

>

‘Voor marktefficiëntie is het van belang dat beurzen voldoende actieve tot zeer actieve beleggers en nieuwe bedrijven weten te trekken.’

‘Voor de small- en midcaps zien we steeds minder analisten en beurshandel. Deze markten worden ontvankelijker voor bijvoorbeeld spoofing.’

algoritmen meer automatisch wordt belegd, grote passieve beleggers, of instituten die hun portefeuilles moeten rebalanceren, ook slimmer worden en steeds minder vaak hun grote transacties in één keer naar de beurs brengen, bijvoorbeeld door willekeurig te handelen, over verschillende momenten in de tijd. Dom geld, in de zin dat er geen analyse van beursinformatie plaatsvindt, is door alle technologische ontwikkelingen gelukkig ook slimmer geworden.

Wat betreft marktefficiëntie en de eerder opgeworpen kwestie van voldoende actieve beleggers, verschillen de meningen over wat voldoende is. Over de grote aandelen hoeven we ons geen zorgen te maken. Maar bij de small- en midcaps zien we steeds minder analisten en beurshandel. Deze markten worden ontvankelijker voor bijvoorbeeld spoofing. Er kan zelfs een zichzelf versterkende koersspiraal ontstaan die tot minder gunstige handelsprijzen leidt. De extra moeite voor prijsvinding door actieve beleggers kan dan minder snel lonend zijn, waardoor zij zich terugtrekken. Vervolgens komen er dan weer minder actieve beleggers enzovoort. Grotere beleggers willen dan ook niet meer in kleinere aandelen beleggen. Grosso modo wordt er dan minder fundamentele informatie ingeprijsd.

Er wordt wel gezegd dat er slechts enkele actieve beleggers nodig zijn om tot een min of meer juiste prijsvorming te komen. Maar die moeten er dan wel zijn. Daar zijn we als wetenschappers eerlijk gezegd nog niet uit. Het vraagt aandacht omdat bij het ontbreken van actieve beleggers de dynamiek in de kapitaalmarkten wordt verkleind en, zoals reeds besproken, de efficiënte allocatie van kapitaal in de economie verstoord raakt.

Wat is de rol van zeer actieve hedge funds en high frequency trading?

‘Het onderbuikgevoel van de media is hier niet positief. Maar dat beeld klopt niet helemaal. Denk alleen maar aan de eerdergenoemde daling van de handelskosten. Ook heeft de wetenschap aangetoond dat high frequency trading (HFT) liquiditeit verschaft, zowel bij grote als bij kleine beursnoteringen. En daar heeft iedere belegger, particulier en institutioneel, van geprofiteerd. In het begin werden er door deze partijen overwinsten behaald, maar als financiële markten goed functioneren, ontstaat er concurrentie,

waardoor die weer afnemen, zoals we ook hebben gezien. En bedenk ook dat we alleen de geslaagde tradinghuizen zien. Zij die niet succesvol zijn geworden, worden gemakshalve vergeten. HFT kan alleen succesvol zijn door enorme investeringen in mensen en automatisering. Het is ook ondernemingsrisico dat gecompenseerd moet worden. Niemand garandeerde destijds van tevoren dat zij het zouden winnen van de gevestigde partijen.

Een ander kritiekpunt is dat HFT tracht te profiteren door slim patronen in de orders van institutionele beleggers te ontdekken, waardoor zij duurder zouden zijn. Ik vind dat institutionele beleggers dan ook maar slimmer moeten handelen, wat trouwens in toenemende mate ook gebeurt. Op metaniveau geven actieve hedge funds dezelfde positieve afdrank. Met long- en short posities proberen ze aandelen naar het juiste fundamentele niveau te duwen. Een potentiële complicatie is wél dat, als een paar grote jongens allemaal met leverage dezelfde ‘bet’ doen, er een systeemrisico ontstaat. Dit kan overigens weer met goede clearing worden gemitigeerd.’

Welke ambities heeft u nog?

‘Onafhankelijke wetenschap is belangrijk voor de maatschappij. Of ik met mijn finance-onderzoeken bovenaan de publicatieklasseringen sta, of nu tweede volgens een nieuwe berekening, is niet van primair belang. Het is hard werken. Lang niet alle onderzoeken worden gepubliceerd. De reviews van de wetenschappelijke top-journals zijn zwaar. Het is belangrijk dat studies repliceerbaar zijn, ofwel dat de uitkomsten van andere onderzoekers met dezelfde data min of meer gelijk zijn. Dat is lang niet altijd het geval. Het is welhaast een persoonlijke missie geworden om het niveau van de wetenschap in het algemeen te verhogen. Ik heb recent een non-standard errors-project gedaan, waarbij we 164 teams over de hele wereld met dezelfde dataset lieten werken. Ondersteund door de Eurex, die bijna twintig jaar futures-data van de Eurostoxx 50 ter beschikking stelde, moesten die teams onderzoeken wat de trend in de transactiekosten was geweest. Er was een waaier van verschillende uitkomsten. Sommige zelfs extreem, van -100%, tot +50%.

Hoe kan dat? Het bleek onder andere dat, hoe minder goed het onderzoek repliceerbaar was, des te verder de uitkomsten bij de mediaan vandaan lagen. Wellicht moeten we naar een situatie waarin onderzoeken alleen worden gepubliceerd als andere wetenschappers met dezelfde data tot dezelfde uitkomsten komen. Verder wil ik bijdragen aan de verbetering van de financiële infrastructuur, omdat dit belangrijk is voor onze economie. Ik participeer daarom graag in allerlei werkgroepen, onder andere van de toezichthouders, waar belangrijke en interessante discussies plaatsvinden, waarvan we er een aantal zojuist hebben aangestipt. Tot slot wil ik ook nog eens een boek schrijven, bijvoorbeeld over empirical market microstructure, een onderwerp dat zo langzamerhand een nieuw opus verdient.’ ■

Seminar 'Biodiversity & Climate'

Date: Thursday 18 April 2024, from 12.30 to 5.15 pm

Venue: ABN AMRO Bank headquarters, Amsterdam

How to take an integrated approach to investment solutions for the climate crisis and the biodiversity crisis?

What is the case for biodiversity as an asset? How to encounter biodiversity loss without losing sight of investment returns? How to verify and validate the quality of biodiversity data?

How to invest in the energy transition (private versus public markets, equity versus debt, scaling up existing technologies or investing in new technologies)? How to deal with the negative impacts of the energy transition?

On **Thursday, 18 April**, from **12.30 to 5.15 pm**, Financial Investigator is hosting an educational seminar on **Biodiversity & Climate: How to link and implement climate and biodiversity goals in your investment portfolio without losing sight of investment returns.**

The seminar will be moderated by **Marcel Jeucken**, Founder and Managing Director at SustFin.

Top speakers will share their views with you, including:

- **Sophie Kamphuis**, Advisor Responsible Investment, MN
- **Gabriëlle Krapels**, PhD, Head of Responsible Investment & Mandate Research, Fiduciary Department, APG Asset Management
- **Stephan Langen**, Head of Portfolio Management, ASN Impact Investors
- **Solange Rouschop**, Chief Sustainability Officer, ABN AMRO
- **Michel Scholte**, Co-Founder & Executive Director, True Price
- **Vincent Triesschijn**, Global Head ESG and Sustainable Investing, ABN AMRO
- **Anna Väänänen**, Head of AXA IM Listed Impact Equity, AXA Investment Managers

Registration:

Participation is open to buy-side investment professionals working for pension funds, fiduciary managers, family offices, consultants, banks, insurers, or working in the field of fund selection for independent asset managers. Your registration is subject to approval by Financial Investigator and the parties making this seminar financially possible.

More information: www.financialinvestigator.nl/seminar-18-04-2024



In cooperation with:



Building portfolio resilience with natural capital

Institutional investors are getting wise to the natural capital asset class. This is not surprising. It offers diversification benefits, ESG upside and potential for outperformance.

By Ben O'Donnell



Ben O'Donnell

Chief Investment Officer,
Natural Capital Strategy,
Climate Asset Management

Within our organisation, we define natural capital as all environmental infrastructure that is essential for life. In essence, that means the global stock of natural resources, which includes geology, soils, air, water and all living organisms. This natural capital is fundamental both for prosperous economies and for long-term planetary health.

Historically, people have tended to manage land and the broader spectrum of natural capital that resides within it for the purpose of economic exploitation. In doing so, they have often overlooked the important role it plays in delivering essential ecosystem services such as climate regulation via carbon sequestration, crop productivity via soil biodiversity benefits, or supply of clean water via soil filtration, all of which

are fundamental to supporting environmental and economic prosperity.

Investing in natural capital encapsulates optimising working land to continue to produce high quality food and fibre commodities for human consumption, while enhancing the contribution of the asset to improve environmental and climate outcomes, ultimately delivering more resilient long-term financial returns in a resource-constrained world.

An asset class that has been overlooked

Agriculture, forestry and fisheries together contribute approximately 5% to global GDP. However, natural capital represents on average approximately 0.1% of institutional capital allocations.

As the importance of the natural capital sector to the broader economy is becoming more clearly understood, it is not surprising that institutional investors are starting to take notice that such a significant underallocation creates portfolio risk over the long term.

While the natural capital sector has traditionally been hard to access at scale for institutional investors, those now wanting to enhance their investment portfolio alignment to the underlying dynamics of the global economy have an opportunity to recalibrate allocations towards natural capital.

Enhanced investment in the sector generally has strong support from the underlying members on whose behalf institutional

capital is managed as it has the potential to enhance wealth creation and environmental outcomes for future generations.

Diversification

Natural capital is an excellent portfolio diversifier. It has low correlation with the broader economic cycle and traditional asset classes such as equities and bonds, while having strong long-term correlation with inflation and asset valuations that are typically resilient through the economic cycle.

People need to eat, so there's inelasticity of demand across the sector and this supports the value of the finite pool of high-quality land that can be used for the production of food and fibre.

There is also a strong ESG upside to the natural capital sector in that it can deliver better environmental outcomes that are increasingly the focus of institutional reporting standards and offers exposure to nascent markets in biodiversity, water quality and carbon. This positions portfolios to enhance reporting around tightening climate change or biodiversity policies, while also capturing additional financial returns by monetising positive environmental impacts, as environmental markets increasingly seek to value the intangible services provided by natural capital.

Mitigating volatility and other risks

There is a certain element of volatility across food and timber production

'Natural capital is an excellent portfolio diversifier.'

cycles, and the weather is something we can't control. However, the assets' location, crop selection and the adaptation of land use management is a first layer of resilience building against environmental risks to mitigate volatility.

Active management is a differentiator to many passive strategies that entrust the land to an external operator for a fixed rent payment. This kind of short-term rent agreement can orient management practices around short-term profit generation, thereby reducing investment in long-term wealth creation.

Any remaining volatility risks which active management cannot offset, can be mitigated through diversification of the underlying asset portfolio, such as investing across multiple continental geographies, climatic regions and commodity sub-sectors. That builds in diversification to the portfolio and helps mitigate particular microeconomic risks that pertain to particular geographies, currency, climate or supply chains in a single investment, sector or region.

Ancillary biodiversity and climate benefits and incentives for early movers

Natural capital offers true impact and ESG upside, with clear improvements possible in biodiversity and carbon sequestration outcomes and better water management. Natural capital investing positions the asset in markets that are facing growing regulation intended to encourage landowners to improve

environmental outcomes.

For example, by investing in increased buffer zones and native habitat restoration, we can support biodiversity improvements. By upgrading irrigation systems, we can help reduce water consumption and allow more water to be returned to the environment. By applying cover-cropping strategies, we can help both micro habitats for insects and small reptiles at the bottom of the food chain and promote carbon sequestration and nutrient fixing into soils. Cover crops help improve soil quality, water-use efficiency and the underlying diversity of the plant species within a working landscape. Adjusting management practices increasing the land's resilience through the climatic cycle should ultimately improve its performance through the commodity supply and demand cycle.

For early movers, the supply and demand dynamics in natural capital investing are compelling. On the supply side, land is a finite asset and its supply is being further constrained by ongoing urban development or degradation due to a combination of outdated management practices or climate impacts. On the demand side, the megatrend of population growth and wealth creation is driving the need to produce more from less, all from the existing set of resources we have available on earth.

A growing body of regulation is pushing more capital into ESG-oriented

'For early movers, the supply and demand dynamics in natural capital investing are compelling.'

strategies. This is happening in a very soft way, largely through disclosure and reporting. However, as more and more capital comes to the sector, those portfolios with an established track record of delivering both impact and returns are going to be very well positioned to generate upside. That additional capital will be chasing a limited set of institutional scale and institutional grade assets that we anticipate will drive significant additional value for early movers.

Nature is the new climate

Nature, like climate, is now firmly on the agenda for many investors. As economies pick up and people become once again more focused on the negative impacts that climate and biodiversity loss are having on the economy at large, increasing regulation will encourage capital to take action to improve the contribution that natural capital investing can deliver to support climate and nature.

If you consider where we need to be in terms of carbon sequestration and improved biodiversity outcomes by 2030 or by 2050, the natural capital sector has a significant role to play in ensuring we continue to prosper on a healthy planet. ■

SUMMARY

The agriculture, forestry and fisheries sector is a significant contributor to global GDP, but natural capital has historically been overlooked by institutional investors.

There is a real opportunity for investors to recalibrate their allocations to a sector which offers: portfolio diversification benefits, a hedge against inflation, ESG upside and potential for outperformance, while protecting the planet for future generations.

Generating long-term value with regenerative agriculture

Sequestering carbon in soils, improving the water cycle, preserving biodiversity: these are all manifestations of regenerative agriculture. According to Laurent-David Charbit, Co-Head of Private Equity Nature and Biodiversity at Tikehau Capital, it is a promising solution to climate change that needs to be scaled up and offers opportunities.

By *Esther Waal*

What exactly does the term regenerative agriculture mean?

‘According to the commonly accepted meaning, regenerative agriculture is a system of agricultural principles and practices that aims to rehabilitate and improve the entire farm ecosystem from the standpoint of sustainability, including improved human health and economic prosperity. It is a method of farming that places great importance on soil health and improves the resources it uses, such as water and biodiversity.’

While regenerative agriculture shares many points in common with soil conservation agriculture, it differs in that it replaces pesticides, insecticides, or herbicides with biocontrol solutions. Regenerative agriculture also innovates by reintegrating livestock farming, for example, to transform the biomass produced by photosynthesis into organic matter to nourish the soil. Natural ecosystems are recreated with animals, but also hedgerows where biodiversity finds refuge, shelter, and a home to protect crops.’

‘To be sustainable, you must be profitable. To be profitable, you must be sustainable.’



Why is it essential to take an interest in soil health?

‘The world’s soils are in peril, as the United Nations Convention to Combat Desertification (UNCCD) warned in the second edition of its Global Land Outlook report.¹ According to the organisation, between 20% and 40% of the planet’s land is currently degraded. Human activities are mainly responsible for this impoverishment. Certain agricultural practices are to blame. While ploughing enables weed control, it also increases soil porosity. As a result, ploughed soil breathes more, releasing CO₂. Since 1950, our agricultural soils have lost half their organic matter.’

Soil preservation is a crucial issue for the future of our societies, as it plays a key role in regulating the climate of the water cycle and maintaining biodiversity. Global food security also depends on soil health since 95% of the food consumed today comes from the soil. If current trends in land degradation continue, we will see disruptions in food supply, forced migration, and continued loss and extinction of biodiversity.’

Are these principles applicable on a large scale?

‘Regenerative agriculture is not fundamentally new. The relevance and impact of these principles have already

been proven. Scaling up regenerative agriculture practices requires finding financial and non-financial mechanisms to reconcile time horizons. After all, the impact of climate disruption is felt beyond the traditional time horizon considered by companies and political leaders. Scaling up also requires finding the right tools, depending on the context in which we operate. For example, in precision agriculture, the choice of bio-fertilizers, stimulants, and their application to best consider crop needs. There are enough solutions available that can be deployed on a large scale right now without waiting for innovations that will be viable in 20 years.'

What role do private players have in financing the transition to regenerative agriculture?

'The transition to regenerative agriculture requires the coordinated participation of the entire value chain, with private players having an essential role. When we think of this transition, we often think of taxes and subsidies. However, the reality is different: solutions exist, commitments have been made, and financial resources are available. The key lies in finding a solution that combines all these elements and enables us to move forward in a coordinated fashion. There are two barriers to overcome in this process: the perception that transition is a cost rather than an investment. Economic systems focus on immediate results, whereas transforming agriculture requires a long-term vision.

Secondly, and this is a major change, this transition can only be achieved collectively: it must bring together savings to finance it, solutions to change farming practices, and all players in the value chain to secure outlets. And it must do so with the assurance that all interests are aligned. That is why we have partnered with Unilever, because they bring in-depth knowledge of the value chain. But also with AXA Climate, with its expertise in climate risk assessment.'

Beside the desired impact, what are the financial opportunities linked to this transition?

'In the past, we have been too focused on over-optimised growth centred on improving margins. For a long time, free money led to the misallocation of capital. This led to a weakened environment, growing inequalities, and poor governance in allocating capital. The focus was on achieving short-term 'hits' rather than

putting money to work to invest in a reasoned and patient way to create lasting value. We've all seen the results.

Building high-performance models over the long term means failing to achieve the best possible margin in a single year. Today, it is imperative to reinvest massively to rethink this model. Future growth may be slower, but it will be firmly sustainable and continue to exhibit dynamism around the key megatrends required for transformation: decarbonisation, agriculture, cybersecurity, and model resilience (relocalisation, digitalisation). These topics are driving growth and the model's essential change. It's a mistake to pit profitability against sustainable development. Without solid performance, no investment is possible. To be sustainable, you must be profitable. Without regenerating the resources we use, the system grinds to a halt. To be profitable, you must be sustainable. Regarding agriculture and farmers, the United Nations estimates, for example, that every dollar invested in soil restoration could generate a return of between \$ 7 and \$ 30.'

Where do we stand today in terms of scaling up regenerative farming practices?

'Several positive signals are pointing to a growing commitment to regenerative agriculture. Many major players in the food, fashion, beauty, and other industries have made commitments to change their practices and switch to regenerative agriculture. These decisions have an impact on their entire value chains. To date, in the agri-food sector, 50 companies representing \$ 2.5 trillion have already made commitments on this subject. This is a strong signal of large-scale transition.' ■

1 Source: Global Land Outlook, 2022.

Disclaimer

This article prepared by Tikehau Capital does not meet the legal requirements designed to promote impartial analysis. It does not constitute an offer to sell securities or investment advisory services. This document contains general information only and is not intended to represent general or specific investment advice. Communication of any document or information relating to the investment funds managed by Tikehau Investment Management and mentioned in this document is limited or restricted in certain states or jurisdictions. These investment funds may be reserved for professional and knowledgeable investors. This document is not intended to be communicated to and may not be relied upon by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to applicable law or regulations. This document has not been verified or approved by a supervisory authority. Past performance is not a reliable indicator of future results and targets are not guaranteed. Certain statements and forecasts are based on current expectations, current market and economic conditions, estimates, projections, and opinions of Tikehau Capital and/or its affiliates. Due to various risks and uncertainties, actual results may differ materially from those reflected or anticipated in these projections or in any of the case studies or forecasts. All references to Tikehau Capital's advisory activities in the United States or with respect to US persons refer to Tikehau Capital North America. Unless otherwise stated, the data contained in this document are those known as of 31 December 2021. A decision to invest in a fund should be made only after a careful and thorough review of the documentation and after consulting with an appropriate professional. Tikehau Capital shall not be held liable for any decision made on the basis of this document.



Laurent-David Charbit

Co-Head of Private Equity
Nature and Biodiversity,
Tikehau Capital

SUMMARY

Between 20% and 40% of the planet's land is currently degraded.

Regenerative agriculture is a promising solution as it improves the farm ecosystem and increases food security.

Private players have an essential role in the transition to regenerative agriculture.

Adopting regenerative farming practices helps preserve or restore land values over the long-term.

Regenerative agriculture provides attractive investment opportunities for long-term investors.

Success in sustainable investing requires a focus on governance, data and talent

Succeeding in sustainable investing requires a sound strategy and effective investment practices. Today, investment managers and asset owners are struggling with enabling factors like governance, data, and the people necessary to execute on both.

By Don Gerritsen, Jon Wiedeman & Antonio Cambio

As the market for sustainable investing matures, investors are better able to set clear and consistent impact ambitions, linking objectives to standards like the UN SDGs and Science-Based Targets, and are working to integrate sustainability into their overall corporate strategies. They are moving rapidly to allocate assets, screen for sustainability-aligned products, and outline policies for ESG risks. But despite progress in these areas, which we refer to as Strategy and Investment

Practices, investors are struggling to put into place the structures and processes which allow them to execute on all the above.

Three important challenges are governance, data, and talent. Why is that and what are potential solutions for each?

Governance

Good governance enables people to make the decisions necessary to achieve stated sustainability goals and manage ESG risk. As a topic

well within the control of organizations, it is also highly scrutinized by external parties and by definition an ESG outcome in itself. It is also good for business: companies report a link between strong sustainability governance with both financial performance and progress on sustainability ambitions.^{1,2}

Investors can begin by embedding incentives at the top with outcomes related to the firm's sustainability goals tied to executive evaluation and compensation. Boards should integrate their most material sustainability topics directly into their official duties, and each

board member should be responsible for contributing to the stated goals. Ownership should be defined lower down as well, by designating topic owners with the right expertise, support, and agency within the organization. As investors look to identify people within the organization who bear responsibility for specific sustainability topics, it is sensible to also revisit the firm's operating model at the same time.

Data

Data is of paramount importance throughout the investing process, supporting activities as diverse as ESG integration,



‘Investors are struggling to access and make use of the right talent.’

risk management, and impact measurement. Issues of data availability and quality are made more severe by the emerging nature of the sustainable investing industry and the inherent difficulty in measuring externalities.

Sustainable investors report a lack of market data as a top concern.² They lack the data needed to define and measure their intended impact, and the effectiveness of their stated ESG goals.³ As a result, asset owners and managers are left in the difficult position of either limiting the ambitions of their impact goals or flying blind about the true impact of their investments.

Data which is available is often sourced from external providers who fail to offer the consistent and tailored data that asset owners and managers can believe in.⁴ This leads to trust issues, with 58% of asset owners identifying a lack of trust in data quality as the most challenging factor to meet regulatory requirements, a sentiment which translates to pressure for investment managers.³

To solve this, managers have four options: finding their own data, pooling resources, managing expectations, or – ideally – all of the above. Some organizations are working with scientific partners like geospatial providers to track land and natural capital change, or environmental engineers to measure carbon and methane movements connected to physical assets, a necessary but expensive way to solve issues of data availability. Others are working together in non-competitive ecosystems to

share data and agree on standards that can serve to improve data comparability within an industry. Many hope to make use of new corporate reporting coming from recent EU sustainability legislation and collectively create pools of needed ESG data. Regardless of the method used, managers should communicate, early and often, to key stakeholders, like asset owners, end-customers, and assurance providers, to set expectations on what data is available, how that data is being used and what assumptions were made along the way.

Talent

Finally, investors are struggling to access and make use of the right talent amid the need to modernize, feeling both resource-constrained and understaffed.^{5,6} In part, this is because leaders lack the necessary knowledge themselves to know what skills to look for. When asked in a Deutsche Bank survey, only 3% of CIO respondents identified themselves as ESG experts, while 72% admitted having insufficient or no knowledge of sustainability and ESG.⁷ Even those who know what they need are having difficulty finding it in the market. According to LinkedIn's Global Green Skills Report, job postings requiring 'green' skills have grown at nearly twice the rate in which those skills are entering the job market.⁸

Rather than wait for supply to meet demand and miss vital talent to competition, investors expect to expand hiring investment consultants and outsourcing across front, middle, and back offices.^{5,6} Mature

investors will only do so after first determining which capabilities are worth investing in internally and which are best left to external vendors.

Others are partnering and creating ecosystems as a way to pool resources and lighten the load of big, universal projects, like upcoming sustainability legislation. Asset owners and their managers can work together to increase transparency and develop best practices.⁶ Still others are looking outside the industry, connecting with academic institutions and non-profit organizations to tap into deep sustainability expertise.

Whatever the choice, it remains critical that investors articulate internally who will be the experts and how knowledge will be disseminated throughout the organization.

It is encouraging to see investors – asset owners and managers alike – maturing in their core sustainability goals and getting their strategy and investment practices in order. Now it is time for leaders to set up the right governance throughout the organization, find new, reliable ways to access the data they need, and bring in the right talent to make it all work. ■



Don Gerritsen

Director & Responsible Investment Leader, Deloitte



Jon Wiedeman

Manager, Strategy & Business Design, Deloitte



Antonio Cambio

Consultant, Strategy & Business Design, Deloitte

SUMMARY

Asset owners and investment managers are struggling with the governance, data and talent required for sustainable investing.

Sustainability governance should be fully integrated into board and leadership teams.

Data may need to be procured first hand, or through partnerships, but either way expectations on quality and availability must be set.

An understanding of what talent to grow, and what to outsource, is vital before larger recruitment strategies are deployed.

- 1 EY, How can effective governance unlock value from sustainability?: tinyurl.com/FI2024-1-g
- 2 Pitchbook, Sustainable Investment Survey 2023: tinyurl.com/FI2024-1-a
- 3 London Stock Exchange, Sustainable Investment Asset Owner Survey 2023: tinyurl.com/FI2024-1-b
- 4 EMS Institute, Rating the Raters Yet Again: Six Challenges for ESG Ratings: tinyurl.com/FI2024-1-c
- 5 Deloitte 2024 Investment Management Outlook
- 6 Casey Quirk, 2023 CIO Sentiment Survey: tinyurl.com/FI2024-1-d
- 7 Deutsche Bank, CIO Special: tinyurl.com/FI2024-1-e
- 8 LinkedIn, Global Green Skills Report 2023: tinyurl.com/FI2024-1-f

Duurzame waardecreatie vereist uniforme familiewaarden

Door Bouko de Groot Fotografie Joep van Drunen



Duurzaam beleggen is inmiddels stevig verankerd in de portefeuilles van family offices. Zo belegt bijna driekwart van alle family offices in West-Europa tot op zekere hoogte in ESG. Met welke uitdagingen en dilemma's krijgen family offices te maken als zij duurzaam willen beleggen?

De massale omarming van ESG-beleggen door family offices betekent niet dat er geen vragen meer bestaan. Dat bleek tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'Sustainable Investing' onder leiding van Huub Ten Holter.

Waar streeft u naar op het gebied van duurzaamheid?

Barbara Wokurka: 'In mijn vorige baan werkte ik met traditionele institutionele beleggers, grote bedrijven, verzekeringsmaatschappijen. In die tijd ging men nog volledig uit van de magische driehoek van risico, rendement en liquiditeit. Duurzaamheid werd niet genoemd. Toen ik veranderde van baan, ging ik op zoek naar een family office, juist omwille van duurzaamheid. Het is immers vanzelfsprekend dat een family office voorbij de generaties denkt. De erfenis van de familie en wat de familie aan de latere generaties doorgeeft, bestaat niet alleen uit geld. Het is hun omgeving, hun gemeenschap. En dat is ook waarom ik dit doe.'

Diana Wesselius: 'Wij omarmen verantwoord beleggen, omdat het deel uitmaakt van onze waarden. Bijna 200 jaar geleden hadden de oprichters van het familiebedrijf al die mentaliteit: het willen bijdragen aan een positieve impact. De ambitie van de groep is om een 'force for good' te zijn en verandering mogelijk te maken en verder aan te moedigen. Als de vermogensbeheerder in de groep hebben wij datzelfde doel. We stemmen onze beleggingen af op de familiewaarden: menselijke waardigheid, maatschappelijk verantwoord ondernemen en duurzaamheid. Daarnaast streven wij ernaar om de hoogste standaarden van verantwoord beleggen te implementeren en actief bij te dragen aan initiatieven die

de praktijk van verantwoord beleggen vooruit brengen.'

Vincent van Bijleveld: 'Het begint allemaal met de vraag: wat wil je bereiken? Is het risicoreductie, zoals ESG-beleggen vaak wordt genoemd, of wil je echt impact? En wat is impact dan? Het is beter om wat dieper te kijken, naar wat je eigenlijk wilt bereiken. Te vaak wordt er simpelweg geïnvesteerd in iets dat een impactfonds heet, een artikel 9-fonds of wat dan ook, met de gedachte: 'Ik heb mijn werk gedaan, nu help ik de wereld te redden.' En tja, in veel gevallen is dat niet het geval. Daarom is het belangrijk om na te denken over wat je wilt bereiken en na te gaan of je dat ook daadwerkelijk bereikt.'

Candice Boclé: 'Bij ons ligt de focus op het begeleiden van ESG-voortgang. Het procesgedeelte is dus erg belangrijk voor ons. Wij proberen pragmatisch te zijn. Sommige van onze fondsen sluiten zeer vervuilende en controversiële sectoren uit, terwijl andere fondsen nog steeds beleggen in olie- en gaswinning en in sectoren die kunnen bijdragen aan de transitie. We gaan juist met bedrijven uit deze sectoren in gesprek, omdat we er van overtuigd zijn dat het veel slimmer is om te beleggen in bedrijven die groener kunnen worden dan alleen maar in bedrijven die nu leiders in duurzame energie zijn.'

Marcel Jeucken: 'Verantwoord beleggen gaat zowel over waarde als over waarden. Vooral family offices kunnen nadenken over de waarden die ze hebben en die ze willen uitdragen. Bij pensioenfondsen is het eigenlijk niet zo heel anders. Die beleggen ook voor meerdere generaties vanuit allerlei waarden. Het is goed voor ogen te houden dat elke investering een resultaat in de echte wereld heeft. Natuurlijk blijft het financiële perspectief belangrijk. Maar we moeten ook kijken hoe we met onze portefeuilles kunnen bijdragen aan de wereld waarin we allemaal willen leven. Je moet zowel begrijpen wat de negatieve impact van de hele portefeuille is en waar mogelijk positieve impact sturen.'

Siegfried Kok: 'Je kan op veel manieren impact maken. Bijvoorbeeld in het onderwijs, in de zorg, enzovoort. Dus niet alleen op het gebied van klimaat, waar veel aandacht aan wordt besteed. Daarnaast gaat >



VOORZITTER

Huub Ten Holter

Investment Leader,
Mercer Nederland



Vincent van Bijleveld

Managing Consultant Sustainable
Investing, Finance Ideas



Candice Boclé

Head of Sustainable Investment
Specialist, Carmignac



Marcel Jeucken

Founder, Managing Director,
SustFin



Siegfried Kok

Senior Portfolio Manager,
OBAM Investment Management



Diana Wesselius

Managing Director Multi-Asset
Impact Investing, Anthos
Fund & Asset Management



Barbara Wokurka

Head of Impact Investing,
FINVIA Family Office

‘Het is veel slimmer om te beleggen in bedrijven die groener kunnen worden, dan alleen maar in bedrijven die nu leiders in duurzame energie zijn.’

het voor ons ook om de risico's. Wij gebruiken duurzaamheidscriteria ook om het risico van de beleggingen te beperken. Wij beleggen in bedrijven van zeer hoge kwaliteit. Die hebben doorgaans een zeer strikt ESG-beleid, waardoor ook het risico van hun bedrijfsmodel wordt verlaagd. Dat verlaagt het risico van de totale portefeuille en verhoogt het rendement.’

Welke thema's zijn belangrijk voor uw cliënten? En wat ziet u in de praktijk?

Kok: ‘Bij elk bedrijf dat we selecteren, bekijken we welke SDGs ze raken. Maar we zien veel ESG-drivers ook als groeidrivers voor bedrijven. Veel bedrijven kunnen sneller groeien dan gemiddeld, juist omdat ze blootgesteld zijn aan bepaalde ESG-factoren. We bekijken het dus meer vanuit een groeiperspectief: hoe kunnen deze bedrijven sneller groeien dan andere? Er gaat vaak veel geld naar dit soort bedrijven, wat de groei kan versnellen.’

Boclé: ‘We kunnen niet alle ESG-kwesties voor alle bedrijven in alle sectoren aanpakken. Daar zijn we realistisch in. Daarom concentreren wij ons op drie thema's die consistent zijn met onze waarden op elk van de ESG-pijlers. Wat de E-pijler betreft, richten we ons op klimaatoplossingen en gaan we met bedrijven daarover in gesprek. We hebben een themafonds dat zich richt op de klimaattransitie. Op de S-pijler concentreren we ons op het versterken van de klantloyaliteit van bedrijven en het versterken van bedrijven die proberen de beste talenten aan te trekken. Ook daar hebben we een themafonds voor, dat bedrijven beloont die zich onderscheiden op het gebied van klant- en werknemerservaring. En ten aanzien van de G-pijler is, met name omdat we een familiebedrijf zijn, de kwaliteit van het leiderschap voor ons heel belangrijk. We weten hoe belangrijk het is om tegenwicht te bieden. Daarom hebben we een derde themafonds dat zich richt op familiebedrijven: we geloven dat die bedrijven op termijn outperformance kunnen realiseren, juist vanwege hun langetermijn-oriëntatie.’

Wesselius: ‘De thema's die we selecteren veranderen in de loop van de tijd. De manier waarop we thema's definiëren is doorgaans ook in overeenstemming met de waarden van onze cliënten. Daarvoor doen

wij materialiteitsbeoordelingen en enquêtes bij hen, bij externe beleggers en bij onze werknemers, om te achterhalen hoe zij kijken naar de verschillende thema's die op dit moment relevant zijn in de samenleving en hoe zij die rangschikken op het gebied van risico's en kansen. Wij richten ons momenteel op de thema's klimaat, mensenrechten en governance, ontwikkelen hiervoor ons beleid en proberen dat te implementeren in samenwerking met onze fondsbeheerders. Als een thema eenmaal voldoende is geïmplementeerd en onderdeel is van ‘business as usual’, verplaatsen we onze aandacht naar een nieuw thema dat relevant is voor onze investeringsactiviteiten.’

Wokurka: ‘Het definiëren van waarden voor een familie is een hele uitdaging. Soms komt een familie naar ons toe omdat ze getriggerd zijn door een durfkapitaalfonds voor klimaattechnologie: ‘Dit is geweldig. We willen impactbeleggen. Laten we snel aan de slag gaan.’ Vervolgens beginnen we te praten over wat het betekent, wat de risico-rendementsverhouding is en wat erachter zit, en sluiten meer familieleden zich aan. Maar dan blijkt dat familieleden vaak verschillende waarden of doelen hebben. Het ene familielid heeft een ESG-doel, het andere een impactdoel. En daarna valt het hele project stil. De familie moet zich dus allereerst bewust zijn van wat ze wil en wat haar waarden zijn, of beter gezegd, de verzameling van waarden. Op basis daarvan kan een beleggingsstrategie ontwikkeld worden. Hoe dan ook, het formuleren van uniforme waarden kan een uitdaging voor een familie zijn. Vraag daarom heel duidelijk: wat willen jullie en hoe willen jullie dat doen?’

Jeucken: ‘Elke belegger heeft eigenlijk dezelfde vraag: waar moeten we ons op concentreren? Voor financiële waardecreatie en risicobeheer is het kiezen van ESG- of SDG-thema's als asset owner niet relevant. Waar waarden en keuzes voor thema's relevant worden, is bij wat je als belegger niet wilt doen en wat juist wel. Je kan immers niet alles doen, dus waarop wil je je engagement richten en waarop je impact? In dat deel worden waarden heel cruciaal, want daar concentreer je je op die aspecten waar je je negatieve impact op de wereld kan voorkomen, vermijden of verzachten, of je positieve impact kan vergroten. En ik denk dat dat het cruciale onderdeel is. De

typische ESG-risico-analyses, of waar kansen liggen op het gebied van bijvoorbeeld duurzame energie en infrastructuur, die moet je gewoon doen omdat het een beter voor risico gecorrigeerd beleggingsrendement geeft.’

Van Bijleveld: ‘Het moeilijkste is de vraag hoe je de gekozen thema’s op een geloofwaardige manier implementeert. Het gaat immers niet alleen om ‘een schone portefeuille’, maar als het goed is ook over de manier waarop je veranderingen in de echte wereld bereikt. Daarvoor zijn je eigen engagement- en stembeleid, maar zeker ook die van je vermogensbeheerders, essentieel. Het is daarom heel belangrijk om te kijken naar welke manager je selecteert, omdat die een stuk groter is dan je eigen organisatie. Je ziet bijvoorbeeld wel dat een asset owner voor een grote Amerikaanse manager kiest, terwijl die tegen allerlei klimaatresoluties stemt waar de cliënt zelf vóór stemt. Het heeft weinig zin om organisaties te steunen die noodzakelijke mondiale verandering blokkeren.’

Van waarden naar daden: hoe implementeert u thema’s en waarden in uw portefeuilles?

Boclé: ‘Het is belangrijk om te investeren in de juiste mensen en de juiste technologische hulpmiddelen. Het gaat om nauwe samenwerking met de beleggingsteams, om in staat te zijn ESG-raamwerken aan te passen aan asset classes en financiële screenings, om ervoor te zorgen dat de juiste interne actieve betrokkenheid aanwezig is. Wat de ESG-teams betreft, heb ik gemerkt dat het heel belangrijk is om te investeren in voldoende analisten die de financiële analisten kunnen ondersteunen en proberen waarde toe te voegen. Het onderwerp is in de loop van de tijd steeds belangrijker geworden, maar het is niet genoeg om een ESG-expertisecentrum te hebben: het gaat echt om samenwerking met de beleggingsteams.’

Kok: ‘Wij hebben duurzaamheid geïntegreerd in ons hele beleggingsproces en kijken bij elk bedrijf hoe het scoort. Is het een bedrijfsmodel met een hoog of een laag risico? Staat het op onze uitsluitingslijst of niet? Dat is een doorlopend proces. We volgen die bedrijven voortdurend. Zo hadden we bijvoorbeeld een paar jaar geleden enkele Chinese bedrijven in onze portefeuille die een sterk groeipotentieel

‘Het moeilijkste is de vraag hoe je de gekozen thema’s op een geloofwaardige manier implementeert.’

tegen aantrekkelijke waarderingen lieten zien. Toen ‘veranderde’ de Chinese overheid plotseling de G, de governance-factor: ze wijzigde de regels voor bedrijven. Daarmee verdween de consistentie en voorspelbaarheid binnen die beleggingen en dus besloten we die bedrijven te verkopen. Uiteraard, als het mogelijk is, praten we in zulke gevallen met de betrokken bedrijven en proberen hen bij dit soort beslissingen te betrekken en ze te beïnvloeden.’

Op welke asset classes richt u zich als het gaat om duurzaamheid of impact?

Wokurka: ‘Wij hebben de beslissing genomen om impactbeleggingen bewust alleen te implementeren via illiquide markten. We zijn begonnen met private equity, omdat we een zeer goed selectievermogen hebben op basis van de bredere ervaring die we daar hebben en omdat er al behoorlijk wat fondsen beschikbaar zijn op het gebied van venture capital en buyouts die kunnen worden aangemerkt als private equity-impactfondsen.’

Van Bijleveld: ‘Ook private debt-markten bieden kansen om in impact te beleggen. Welk type ook, in private markets is de toegevoegde waarde doorgaans groter, met veel mogelijkheden voor impact. Het is over het algemeen makkelijker om wat dichter bij je reeds bestaande allocaties te blijven. Zo is vastgoed erg geschikt voor impact omdat het vaak al onderdeel is van private markets-portefeuilles. Dus als je in private equity zit, dan moet je daar voor impact ook zeker naar kijken, omdat je daar de meeste invloed kan hebben door aandeelhouder te zijn. Hoe dan ook, je hebt impact met elke dollar en met elke euro, ook in public markets, alleen is het impactniveau per euro veel groter in private markets.’

Wesselius: ‘Je kan duurzaamheids- en impactdoelstellingen implementeren in alle soorten asset classes. Onze impactportefeuilles zijn daarom ook multi-asset portefeuilles. Wij investeren voor impact via

‘Veel bedrijven kunnen sneller groeien dan gemiddeld, juist omdat ze blootgesteld zijn aan bepaalde ESG-factoren.’

‘Als je doel is om op de lange termijn positieve impact te hebben op de wereld en je alpha-doel en je koersdoel zijn behaald, verkoop je dan?’

beursgenoteerde aandelen, fixed income, private equity, private debt en real asset-fondsen. Voor de eerstvolgende investeringen vanuit de impactportefeuille richten we ons momenteel op private debt en real assets. In real assets beleggen we bijvoorbeeld in infrastructuur. Ik ben niet van mening dat het impactniveau in private markten groter is ten opzichte van listed equities. Het is wel een ander type impact dat wordt geadresseerd. In private equity zijn de fondsbeheerders doorgaans meerderheidsaandeelhouder. Met hen kunnen wij dus zeer actief samenwerken op onze thema's, waarbij de fondsbeheerders veel en directe invloed hebben op het management. Met private debt heb je een ander soort mandaat en kun je thema's vastleggen in de vorm van convenanten. Aan de liquide kant investeren de fondsbeheerders doorgaans in grote bedrijven. Daar realiseer je vooral systeemimpact. Wij zoeken naar fondsbeheerders die als aandeelhouder groot genoeg zijn voor actief engagement en echt met het management aan tafel kunnen gaan zitten om een discussie te voeren over bijvoorbeeld diversiteit of mensenrechten. Als je de grote beursgenoteerde bedrijven zover krijgt dat ze echt veranderen en zo systemische veranderingen in de samenleving doorvoeren, zullen daarna veel andere bedrijven volgen.

Zijn alle SDGs belegbaar op publieke markten?

Boclé: ‘Dat hangt af van de lens waardoor je naar de SDGs kijkt. Als je naar de operationele kant van de zaak kijkt, dan allemaal. Als je naar de producten- en servicekant kijkt, dan zijn niet alle SDGs belegbaar. Aan de product- en dienstenkant hebben wij ons geconcentreerd op 9 van de 17 SDGs.’

Kok: ‘Voor sommige SDGs is het moeilijk om zelfs op mondiaal niveau voldoende beleggingsmogelijkheden te vinden. Het is echter voor een family office relevanter om te bepalen of alle SDGs even belangrijk zijn.

Zo zijn sommige nog niet voldoende uitgewerkt. Neem een SDG die je in veel portefeuilles tegenkomt: innovatie. Je kan alle Amerikaanse technologiebedrijven kopen, die allemaal in de SDG ‘innovatie’ passen, maar wat weet je daar nu echt van? Het is dus zeker goed een overzicht te geven van de SDGs in je portefeuille, maar daarmee vertel je niet het hele verhaal.’

Voegen passieve oplossingen waarde toe bij het beleggen in ESG?

Jeucken: ‘Ik begin altijd met het doel dat je als fonds hebt of probeert te bereiken. Actief of passief is secundair. Ja, je kan ESG ook implementeren met een passieve structuur, je kan je eigen universum bouwen. Maar begin bij wat je wilt bereiken en bekijk vervolgens of daar het beste een actieve of passieve aanpak bij past, en of dat een fondsoplossing of een mandaatoplossing moet zijn. Die zaken zijn afhankelijk van jouw doelstellingen, van de omvang van je organisatie en beheerd vermogen, van de beleggingsstructuur et cetera. Ga je voor actief, dan wil je de portefeuillemanager hebben die het dichtst bij een bedrijf staat, die niet alleen naar de financiële en duurzaamheidsgegevens kijkt en alle risico's en kansen begrijpt, maar ook een relatie opbouwt om dat bedrijf naar meer duurzame uitkomsten te stimuleren. Het hangt dus af van je doelen, je structuur en hoe je belegt.’

Het opzetten van de beleggingsstrategie is een lang proces. Hoe moeilijk is de verkoopdiscipline?

Kok: ‘Als actieve belegger beoordelen we constant of de redenen en duurzaamheids-criteria waarom we een bedrijf hebben gekocht nog steeds dezelfde zijn. We kijken steeds of het risico plotseling toeneemt, of er een rechtszaak tegen het bedrijf komt, enzovoort. Dat kunnen redenen zijn die de ESG-kenmerken van dat bedrijf volledig veranderen. Zoiets kan ons inderdaad doen besluiten om die aandelen te verkopen.’

Boclé: ‘Dat is het voordeel als je een actieve manager bent: je kan met je voeten stemmen en je positie verkopen of verkleinen, of je mening uiten door engagement. Zo kwam onlangs de CEO van Total Energy naar ons kantoor. We legden uit waarom we twee jaar op rij tegen hun klimaatstrategie hadden gestemd. Toen hebben zij toegezegd een ambitieuzere CAPEX-doelstelling voor duurzame energie openbaar te maken.

‘Je kan duurzaamheids- en impactdoelstellingen implementeren in alle soorten asset classes.’

Actief management is wat mij betreft het perfecte recept voor ESG, omdat je met overtuiging kan beleggen en desinvesteren.’

Jeucken: ‘De verkoopdiscipline is moeilijk. Als je doel is om op de lange termijn positieve impact te hebben op de wereld, en je alpha-doel en je koersdoel zijn behaald, verkoop je dan? Je hebt immers nog steeds impact. Dus wat doe je dan? Dan gaat het om je doelstellingen. Het duurzaamheidsdoel dat je wilt bereiken, moet duidelijk zijn voor de asset manager. Want als dat er niet is en de financiële doelen zijn bereikt, dan zal je asset manager verkopen.’

Hoe meet u de impact van beleggingen?

Wokurka: ‘Wij zijn niet zo groot dat we fondsbeheerders kunnen voorschrijven hoe ze de impact moeten meten. Dus beoordelen wij hoe zij dat doen. Of ze bijvoorbeeld internationaal erkende raamwerken en de operationele principes van impactmanagement toepassen. Wij moeten er in de eerste plaats voor zorgen dat ze zich houden aan academisch verantwoorde en bewezen raamwerken, dat ze daadwerkelijk meten wat ze willen bereiken, dat ze zeer duidelijke, maar niet te veel KPIs definiëren, en dat de manier waarop deze KPIs worden gemeten academisch gefundeerd is en op een kwalitatieve manier is beschreven, zodat iedereen met gezond verstand kan begrijpen waar de betreffende KPI over gaat. Dat is voor ons echt belangrijk: een academisch verantwoorde combinatie van kwalitatieve en kwantitatieve meting. Zo hebben we er een geselecteerd die impact uitdrukt in geld. Zulke ontwikkelingen zijn heel goed. We bevinden ons immers in de wereld van beleggen: financiële experts begrijpen rendement. Hoe meer dit wordt gedaan, hoe meer kans dat impactbeleggen ook echt mainstream gaat worden.’

Van Bijleveld: ‘Dat je de impact in financiële termen kan meten, is natuurlijk de heilige graal. We zijn echter nog ver weg van een goede kwantitatieve benadering. Het is niet makkelijk om ergens ‘een getal’ op te zetten. Neem bijvoorbeeld goed onderwijs. Er is academisch bewijs dat dit echt een multiplier is. Alleen laten systemen die dat meewegen doorgaans na om verschil te maken tussen privéscholen in het Westen en plattelandsscholen in ontwikkelingslanden. En heeft het eigenlijk wel echt zin om dat

soort zaken te berekenen? Ik ken bijvoorbeeld een fonds dat investeert in relatief early-stage-bedrijven. Je weet dat je daar bijvoorbeeld nog niet direct veel CO₂ zal besparen. Maar dat bedrijf kan succesvol worden en een veel groter systeemeffect hebben. Hoe meet je zoiets van tevoren? Dat is heel moeilijk, en dat zal je dus soms kwalitatief moeten laten beoordelen door een impactspecialist.’

Kok: ‘Het gebrek aan data is nog steeds een probleem. Inderdaad, als je met SDGs actief bent in een industrie, heeft dat dan ook echt een impact? De data moet nog veel beter. Iedereen werkt er hard aan, maar het zal nog wel een paar jaar duren voordat je een toereikende dataset hebt om te kunnen zeggen: ‘ik heb dáár impact op het gebied van die SDG.’

En tot slot, hoe zit het met impact in emerging markets?

Wesselius: ‘Wij hebben een impactportefeuille die zich geheel richt op emerging markets. Wij investeren bijvoorbeeld ook in Afrika, wat door velen gezien wordt als hoog risico. Niet alles in Afrika is echter hoog risico. We zien dat het gedeeltelijk ook perceptie is. Het is weliswaar moeilijk betrouwbare beleggingen te vinden als je zelf niet actief en niet aanwezig bent in de regio. Daarom selecteren wij lokale fondsbeheerders die op basis van onze eigen analyses voldoende kritisch zijn in hun selectieproces en ook de betrouwbaarheid en stabiliteit van valuta, regeringen en veiligheid beoordelen. Verder is het naar mijn mening een verantwoordelijkheid van instellingen voor ontwikkelingsfinanciering om de risico’s in deze regio’s te verminderen. Dat zien we steeds meer gebeuren middels zogenaamde blended finance-structuren.’

Van Bijleveld: ‘Er is inderdaad een grote rol weggelegd voor ontwikkelingsbanken zoals FMO om de – al dan niet gepercipieerde – risico’s deels op zich te nemen, waardoor reguliere marktpartijen ook meer in impact durven te investeren in emerging markets. Dat zeggen we al tijden. Ook net zero-raamwerken benadrukken dat we in opkomende markten moeten investeren, want anders komen we er gewoon niet. Het is een grote uitdaging, waarbij politiek en ontwikkelingsbanken het voortouw moeten nemen.’ ■

‘Het is vanzelfsprekend dat een family office voorbij de generaties denkt.’

CONCLUSIE

Het formuleren van uniforme waarden kan een uitdaging zijn voor een familie.

Het begint allemaal met de vraag of je risicoreductie of impact wil bereiken. En in het geval van impact: hoe definieer je die?

Actief of passief beleggen is secundair: het gaat om het doel dat je hebt of probeert te bereiken.

Het moeilijkste is de gekozen thema’s op een geloofwaardige manier te implementeren.

Het gebrek aan data vormt nog steeds een probleem.

Voor sommige SDGs is het moeilijk om zelfs op mondiaal niveau voldoende beleggingsmogelijkheden te vinden.

Active learning about asset management

Since 2018, Vlerick Business School in Brussels has been providing one of the few courses in Europe aimed purely at training asset management professionals. Instructors are faced with the task of introducing participants not only to the world of asset management, but also to the latest trends in asset management. How does an executive program reach professionals to keep them abreast of developments?

By *Esther Waal*

Vlerick Business School's Executive Program on Asset Management (EPAM) aims to provide a top-quality executive education on asset management and to create a community in the Benelux. Both contribute to supporting professionals in dealing with the challenges confronting the sector. Financial Investigator talked to the program's directors Jan De Bondt, Jan Longeval and David Veredas.

What is distinctive about the program?

Jan De Bondt: 'Our target audience consists of young potentials and seasoned professionals in the asset management industry. The EPAM is especially interesting to those working in or for the industry without being portfolio or fund managers themselves, for example people active in compliance, risk management, commercial support, account officers, private bankers, or board members.'

Jan Longeval: 'The program is a consortium between Vlerick Business School, asset managers, and institutional



investors: AG Insurance, Belfius, Candriam, Degroof Petercam, Ethias, and Simcorp. Together, we co-create and co-deliver the program. The EPAM is delivered by a fine-tuned and well-balanced mix of experienced professors and C-level professionals.'

David Veredas: 'At Vlerick Business School, we focus on learning as opposed to teaching. What matters is that the learning objectives are achieved. 'Active learning' is the keyword. Learning occurs in class with discussions, in-class exercises, case discussions, preparatory readings, et cetera. Every year, the learning evaluations are analysed carefully and steps are taken for improving the program.'

What do you see as the most important trends in asset management?

Longeval: 'We see a continued shift from active to passive, especially through passive ETFs, while the active space is more and more turning to alternatives such as private equity and private debt. From that point of view, you could say that the overall market is becoming 'core satellite': the core consists of a selection of ETFs (MSCI World or regional ones) and the satellite consists of a selection of actively managed funds in private markets

'We see a continued shift from active to passive, especially through passive ETFs.'

‘The ever-growing burden of compliance and regulation, especially in Europe, will force the asset managers to use AI to streamline.’

or in less well monitored markets, like small caps, emerging markets and high yield.’

Veredas: ‘The active space is also more and more digital. Most active managers are now integrating big data and algorithms in their investment processes. AI will play a larger role and will help the portfolio managers in their security selection by analysing corporate balance sheets and going through the information contained in the footnotes and annexes of annual reports. On top of this, the ever-growing burden of compliance and regulation, especially in Europe, will force the asset managers to use AI to streamline. We believe that it will also lead to further industry consolidation.’

In the US, there’s a backlash against ESG. Will this impact Europe?

Veredas: ‘In Europe, ESG benefits from a broad consensus and it remains very high on the EU agenda. Nevertheless, the realisation in Europe is growing that a transition at breakneck speed can create both social issues and undermine the competitiveness of Europe’s energy-intensive industries. In our view, Europe’s policy makers need to keep three things in mind to avoid a backlash. The first is a clear strategy on how to decarbonise all the sectors of an economy. That should include a clear pathway with intermediate targets, as the case with the European Green Deal. The second is clear communication to all stakeholders, financiers in particular. Communication should focus on how decarbonisation can create jobs, reduce risks in the economy, and make it more resilient. Third are assurances and policies for leaving no one behind.’

Decarbonisation isn’t a walk in the park and it requires important investments in industry, mobility, energy, and agricultural changes that affect communities and families. Funds like the Social Climate Fund of the European Commission are moving in the right direction.’

What is your view on impact investing?

Longeval: ‘Impact investing is a logical step forward in sustainable investing as it offers a cure against widespread greenwashing. ESG as it stands today has often become controversial by itself. Think of the inclusion of nuclear energy and natural gas in the EU Taxonomy, think of the wide discrepancies between ESG scores of the same company, et cetera. Impact investing, if done properly, for example by complying with a strong normative framework such as the GIIN and by respecting the additionality criterion, is bringing ESG back to its essence. Hence, in that respect, interest in impact investing is set to increase with time. Since we see a lot of potential, Vlerick Business School will launch a new three-day executive program on impact investing in the autumn of 2024.’

What does the EPAM teach about active versus passive management?

Veredas: ‘We believe it is not an issue of one or the other, but of combining both. We learn in which asset classes active has a good chance of winning over passive and in which it has not. We discuss that the degree of market efficiency is not constant over time and how you can exploit this to your advantage. So, we present both sides of the coin.’

Is the program relevant to the Dutch market?

De Bondt: ‘The program is aimed at an international audience. The consortium program’s partners are active worldwide. Most participants are active in the institutional market, which is the most important segment in the Netherlands. In fact, Dutch pension funds have already sent participants.’ ■

‘Impact investing is bringing ESG back to its essence.’



Jan De Bondt

Executive in Residence,
Vlerick Business School



Jan Longeval

Professor,
Vlerick Business School



David Veredas

Professor,
Vlerick Business School

Aftellen naar DORA, nog 1 jaar te gaan!

De Digital Operational Resilience Act (DORA) heeft als doel de digitale operationele weerbaarheid binnen de financiële sector te bevorderen. Financiële ondernemingen moeten vanaf 17 januari 2025 DORA-proof zijn. Het aftellen is dus begonnen!

Door Joyce Kerkvliet

DORA is van toepassing op nagenoeg alle soorten financiële ondernemingen, op een aantal kleine financiële ondernemingen na, zoals AIFMD light-beheerders en bepaalde kleine verzekeraars. Hoewel de meeste financiële ondernemingen tot op zekere hoogte bekend zijn met de regels en de verwachtingen omtrent het beheer van ICT-risico's, zal DORA verderstrekkend zijn.

Welke belangrijke vereisten vloeien voort uit DORA en wat kunnen we als voorbereiding al doen?

ICT risk management framework
Financiële ondernemingen

dienen een ICT risk management framework op te stellen dat ten minste de strategieën, beleidslijnen, procedures, ICT-protocollen en instrumenten bevat die nodig zijn om alle ICT-systemen, met inbegrip van computersoftware, hardware en servers alsmede de bijbehorende fysieke infrastructuur (zoals datacentra), te beschermen tegen ICT-risico's. In dat kader zullen financiële ondernemingen aandacht moeten besteden aan de identificatie van ICT-risico's, de bescherming tegen en voorkoming van dergelijke risico's, de reactie en het herstel nadat een ICT-risico zich heeft voorgedaan, het back-up- en



herstelbeleid, de scholing en ontwikkeling, alsmede de interne en externe communicatie omtrent ICT-risico's. DORA hanteert een ruime definitie van ICT-risico's: 'iedere redelijkerwijs aan te wijzen omstandigheid met betrekking tot het gebruik van ICT-systemen die, indien zij zich voordoet, de beveiliging van het ICT-systeem of afhankelijke instrumenten of processen of van de levering van de diensten in gevaar kan brengen'.

Het ICT risk management framework moet ten minste eenmaal per jaar alsmede na een ernstig ICT-gerelateerd incident of op instructie van de toezichthouder geëvalueerd worden en regelmatig worden onderworpen aan een interne audit.

ICT-incidenten

Er is sprake van een ICT-gerelateerd incident indien een gebeurtenis de beveiliging van ICT-

systemen in gevaar brengt en een nadelig effect heeft op de beschikbaarheid, authenticiteit, integriteit of vertrouwelijkheid van gegevens, of op de door de financiële onderneming verleende diensten.

Een financiële onderneming dient deze incidenten te detecteren, te beheren en te melden aan de toezichthouder (AFM of DNB).

Bovendien zullen alle ICT-geregistreerde incidenten en cyberdreigingen moeten worden geclassificeerd en geregistreerd, mede om vast te kunnen stellen of het gaat om ernstige ICT-gerelateerde incidenten of significante cyberdreigingen. Van een ernstig ICT-gerelateerd incident is sprake indien zich grote nadelige gevolgen voordoen voor de ICT-systemen die de kritieke of belangrijke functies van de financiële onderneming ondersteunen. Deze ernstige incidenten moeten worden gerappor-

‘Financiële ondernemingen moeten een strategie vaststellen met betrekking tot de risico's van ICT-dienstverleners.’

‘DORA hanteert een ruime definitie van ICT-risico’s.’

teerd aan de toezichthouder. DORA schrijft een gedetailleerd rapportage-proces voor: van een eerste kennisgeving tot aan een eindverslag, steeds binnen een voorgeschreven termijn.

Testen van operationele weerbaarheid

Financiële ondernemingen moeten naast een ICT risk management framework een programma opstellen voor het testen van de digitale operationele weerbaarheid van ICT-systemen. De inhoud van dit programma is afhankelijk van het vastgestelde risico-profiel van een onderneming. Er zijn verschillende soorten tests denkbaar, waaronder kwetsbaarheidscans, penetratietests en red teaming. Ten minste eenmaal per jaar zullen deze tests moeten worden uitgevoerd op alle ICT-systemen die kritieke of belangrijke functies ondersteunen.

De grotere financiële ondernemingen die daartoe zullen worden aangewezen, dienen bovendien ten minste om de drie jaar zogenoemde Threat-Led Penetration Tests (kort gezegd: nagebootste hacks) uit te voeren op de ICT-systemen die de kritieke of belangrijke functies van de financiële onderneming ondersteunen. De tests kunnen steeds worden uitgevoerd door interne of externe onafhankelijke personen.

Beheer van ICT-risico van derde aanbieders

Een belangrijk element van DORA heeft betrekking op de risico's die financiële ondernemingen lopen door gebruik te maken van ICT-diensten van derden. DORA verplicht een degelijk beheer van dergelijke risico's, ook als de ICT-dienstverlener onderdeel uitmaakt van dezelfde groep als de financiële onderneming.

De verplichtingen uit DORA richten zich op alle diensten die doorlopend (dus niet eenmalig) via ICT-systemen worden verleend.

Opvallend daarbij is dat DORA zich niet beperkt tot ICT-diensten die als uitbesteding kwalificeren, maar zich richt op alle diensten die door ICT-dienstverleners worden aangeboden. Wel maakt DORA bij deze diensten onderscheid tussen kritieke of belangrijke functies en overige functies.

Financiële ondernemingen moeten een strategie vaststellen met betrekking tot de risico's van ICT-dienstverleners. Als onderdeel daarvan moeten financiële ondernemingen een register bijhouden met betrekking tot alle contractuele overeenkomsten met deze dienstverleners.

Ook daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen diensten die dienen ter ondersteuning van kritieke of belangrijke functies en die dienen ter ondersteuning van overige functies. Bovendien moet de financiële onderneming ten minste jaarlijks over deze overeenkomsten rapporteren aan de toezichthouder en die vooraf informeren over het geplande gebruik van ICT-diensten die kritieke

of belangrijke functies ondersteunen en wanneer functies kritiek of belangrijk zijn geworden.

De overeenkomsten met de ICT-dienstverleners moeten de in DORA voorgeschreven bepalingen bevatten, bijvoorbeeld over audits. Dit houdt ook in dat bestaande overeenkomsten met ICT-dienstverleners mogelijk moeten worden herzien.

Aanbevelingen voor de praktijk

Zoals gezegd zal DORA vanaf 17 januari 2025 van toepassing zijn. Het aftellen is nu dan ook echt begonnen en het verdient aanbeveling om voortvarend aan de slag te gaan. Ook AFM en DNB roepen hiertoe op in een reeks publicaties.

Het moment voor actie lijkt des te actueler nu begin dit jaar de eerste batch met definitieve ‘technische reguleringsnormen’ (RTS) en ‘technische uitvoeringsnormen’ (ITS) met aanvullende verplichtingen is gepubliceerd.

Ter voorbereiding op DORA kan een financiële onderneming aan de slag gaan met het ICT risk management framework, het kennisniveau bijspijkeren van bestuurders en toezichthouders (voorzover nodig), en processen, procedures en ICT-rollen evalueren. Zij kunnen in gesprek gaan met ICT-dienstverleners over de komende aanscherping van de wettelijke vereisten gericht op de overeenkomst.

ICT-dienstverleners zullen hun werkwijze ook moeten aanscherpen. Daarnaast kunnen zij afspraken maken met derde partijen over het ontvangen van de juiste assurance-rapportages voor de kritieke uitbestedingsketen. ■



Joyce Kerkvliet

Counsel bij Orange Clover

IN HET KORT

DORA heeft als doel ICT-risico's te ondervangen voor financiële ondernemingen en zo de digitale operationele weerbaarheid te bevorderen.

DORA is van toepassing op nagenoeg alle financiële ondernemingen en richt zich op het aanscherpen van ICT risk management, ICT-incident-beheersing, testen en toezicht op ICT-dienstverleners.

Financiële ondernemingen moeten vanaf 17 januari 2025 DORA-proof zijn.

Het is verstandig om snel aan de slag te gaan met de implementatie en het gesprek aan te gaan met ICT-dienstverleners.



Adjusting to a fragmented world

Investors need to adapt to an uncertain landscape caused by the shift towards a more multipolar world, according to Daniele Antonucci, Co-Head of Investment & CIO at Quintet Private Bank, and Iris van de Looij, Head of Investment & Client Solutions at InsingerGilissen, Quintet's Dutch branch. How to respond and what may be the key developments in 2024?

By Bouko de Groot and Esther Waal

Planning our course for the next decades, what will be the biggest change in 2024 compared to 2023?

Iris van de Looij: 'Global economic growth will decelerate in the first half of 2024, following a 12-month period marked by numerous interest-rate hikes and sustained high inflation. By mid-year, amidst slower growth and reduced inflationary pressure, central banks will seize the opportunity to begin cutting interest rates, supporting a broad-based recovery over the second half of 2024 and beyond.'

Daniele Antonucci: 'Over the course of what is expected to be a year of two halves, investors will need to cut through significant 'noise', including major elections, continued geopolitical uncertainty and regional tensions. The shift towards a more multipolar world, that began with the pandemic, continues to be evidenced by the fragmentation of supply chains, trade and finance. In 2024, investors will need to adapt to this uncertain landscape, including by considering exposure to assets that may provide defensive benefits, reducing portfolio risk.'

Do you see (generative) AI as an opportunity or as a threat?

Antonucci: 'We invest in a range of long-term themes to gain exposure to the technologies and business models of the future. AI is one of these themes influencing the market. The functionality of AI services is expanding and improving fast, bringing both opportunities and risks in the long term. The rise of AI boosted themes like semiconductors and cloud computing, driving the big US tech stocks and major indices.'

And the numbers have backed up the hype: the most well-known AI-exposed company, Nvidia, has more than doubled quarterly revenue guidance last year. This was driven by an incredible pick-up in usage of generative AI applications like ChatGPT, the launch of multiple AI-driven services by tech companies and overall investments in the space.'

Van de Looij: 'The number of visits to ChatGPT's website rose from just 1 million in December 2022 to over 1.4 billion by mid-2023, showcasing how many people are using the new generative AI service for all kinds of use cases, from simple tasks like writing letters to complex projects like coding. Whether this pace of adoption is sustainable

'The shift towards a more multipolar world continues to be evidenced by the fragmentation of supply chains, trade and finance.'

remains to be seen, but trends have been strong so far.'

Will election turmoil worldwide impact financial markets?

Van de Looij: 'The key elections in 2024 (US, India, Indonesia, UK, Belgium, the European Union) could cause short-term market volatility, though not necessarily. For example, the election in Taiwan at the start of the year didn't have any discernible market impact. What these votes have in common is active policies. We're moving from a world dominated by central banks' monetary policy to one where Big Government is a key factor. Fiscal, industrial and even foreign policies will likely play bigger roles in differentiating geographies and asset classes.'

Antonucci: 'Diving deeper into the US election: the campaign trail for November 2024 will start in force in the early part of the year, and we expect this could make some noise in markets. Voters often put the economy at the top of their list of issues, so we expect this to be a hotly debated topic amongst the candidates. While this could cause some short-term market implications, it's important to see it as such – short-term noise that will likely dissipate. While candidates may promise tax cuts (as Donald Trump enacted at the start of his presidency, leading to a strong equity rally), the US debt ceiling may have other ideas.'

The US economy has been defying gravity for some time, with very strong growth and high inflation. This is now changing, and we think both trends will likely come back to Earth. With high interest rates feeding through and supply chains working better, inflation has steadily fallen over the past year, though it remains fairly elevated. But the economy has remained surprisingly resilient.'

What to expect from interest rates?
Van de Looij: 'Following 12 months marked

by numerous interest-rate hikes and sustained high inflation, we expect that by mid-year, amidst slower growth and reduced inflationary pressure, central banks will seize the opportunity to begin cutting interest rates, supporting a broad-based recovery over the second half of 2024 and beyond.'

Antonucci: 'We're unlikely to see the Fed reach its 2% inflation target this year. More likely is that we'll see a stabilisation between 2 and 3%, a much lower level than the 9 to 10% we experienced a year ago. As with the other major western central banks, the Fed is at peak rates. To keep downward pressure on inflation, we believe it will keep rates elevated over the coming months before cutting from mid-2024 to support growth.'

As a result, some weakness is on the cards for the dollar once the Fed starts cutting rates, combined with some other fundamental factors such as an overvalued currency, and fiscal and trade deficits. However, as other central banks, too, will likely cut rates, any downside for the dollar could be limited.'

Where do you see the biggest opportunity within the financial markets in 2024? And what to stay away from?

Van de Looij: 'The ongoing drop in inflation is occurring with limited growth sacrifice in the US. Stronger economic data have made us continue to add more equities and reduce bonds (particularly US bonds) – a process we've started with our 2024 Investment Outlook. Relative to our long-term, strategic asset allocation, we're now neutral for equities vs bonds. In line with our recent changes, we look to expose our portfolios to markets with attractive valuations.'

Antonucci: 'In equities, we added global small cap equities, as prices reflect a more negative growth backdrop versus our base case, in place of US bonds, which have benefited from recent strong performance. In credit, we increased exposure to European investment grade bonds which, excluding crisis periods, have compelling valuations. While our US equity exposure is in line with our long-term allocation, we keep a slightly reduced exposure to Europe and still hold low-volatility equities to protect against a slowdown, while continuing to own a reduced exposure to riskier high-yield bonds.' ■



Daniele Antonucci

Co-Head of Investment & Chief Investment Officer, Quintet Private Bank



Iris van de Looij

Head of Investment & Client Solutions, InsingerGilissen, a Quintet Private Bank

SUMMARY

We are moving from a US-centric world to one that's more multipolar.

This means that markets, economies and supply chains are more fragmented and driven by different regional factors.

The world is also shifting from dominated by central banks' monetary policy to one where Big Government is a key factor.

Fiscal, industrial, and even foreign policies will likely play bigger roles in differentiating geographies and asset classes.

HOE MAKEN WE DE BELOFTE VAN AI WAAR?

De doorbraak van (generatieve) AI wordt wel de vierde industriële revolutie genoemd. Wat kunnen we er dit jaar van verwachten en hoe zal het onze (professionele) toekomst veranderen? Financial Investigator vroeg het aan acht young professionals uit de Nederlandse institutionele beleggingswereld.

Door Bouko de Groot

Het transformatieve potentieel van generatieve AI is enorm. Dankzij 'GenAI' wordt de toegang tot kunstmatige intelligentie namelijk 'gedemocratiseerd' en kan AI uiteindelijk bedrijfsbreed worden ingezet, zoals de MIT Technology Review Insights het recent verwoordde. Volgens datzelfde rapport denkt McKinsey dat AI tussen 2040 en 2060 de helft van al het werk zal automatiseren en verwacht Goldman Sachs dat GenAI het mondiale bbp met bijna \$ 7 biljoen zal doen groeien.

Niet verwonderlijk dus dat ChatGPT de voorpagina's haalde. In de donkere krochten van het dark web was er echter meer interesse voor FraudGPT en WormGPT. De FBI heeft al gewaarschuwd voor de groeiende risico's van het nabootsen van chatbots en van deepfakes van stem en video.

In het recente rapport '2024 Trends in Fintech' voorspelt S&P Global dat door AI talloze soorten frauduleuze cyberaanvallen dit jaar makkelijker en sneller zullen worden, vooral accountovernames en accountfraude: 'De opkomst van synthetische iden-

titeiten – identiteiten die echte en vervalste gegevenselementen combineren – zou ook kunnen worden bevorderd door generatieve AI, waardoor het vermogen van criminelen om onopgemerkt door de identiteits-verificatie en screeningsprocessen van financiële instellingen te kunnen gaan, wordt vergroot.'

Nieuwe technologie betekent nieuwe kennis, maar waar moeten organisaties hun broodnodige AI-expertise vandaan halen? Een verse universiteitstitel is geen garantie meer: Stanford University meldt in diens recentste 'Artificial Intelligence Index Report' dat de academische wereld inmiddels straatlengten achterloopt op het bedrijfsleven bij het ontwikkelen van AI. Veelzeggend is verder de stagnatie van het aantal bedrijven dat AI toepast, terwijl de bedrijven die dat wel doen hun voor- sprong vergroten.

Ondanks de democratisering blijft AI dus een enorme uitdaging. Hoe kijken young professionals in de Nederlandse institutionele markt aan tegen de toekomst met (generatieve) AI?



Eloisa Menguzzo

Advisor Responsible Investment, PGGM Investments

'AI presents disruptive innovations for sustainability.'

How can (generative) AI contribute to the transition to a (more) sustainable world?

'The question demands an AI-backed answer! If you ask ChatGPT, it will lay out how artificial intelligence can contribute to a more sustainable world. It will touch on energy efficiency, resource optimization through smart grids and circular product design. It will also refer to the capability of AI to perform sophisticated data analysis that allow for more precise climate or environmental modelling.

As an advisor I have observed frontrunner companies leveraging AI for satellite-based data analysis, monitoring deforestation risks, and land conversion within their global supply chains. I am enthusiastic about the potential

application of AI for a more sustainable tomorrow and I am convinced that this technology can be instrumental to foster sustainable innovation in many more ways. We are just at the beginning. That being said, we need to remember that running artificial intelligence tools is highly energy intensive and produces e-waste. So, here is a tip for those wanting a smaller ecological footprint: take breaks from screens, swap it for some nature time. While AI presents disruptive innovations for sustainability, fostering a more conscious consumption behaviour and embracing a slower pace of life are equally essential components of building a truly sustainable world.'

Alex de Haas

Strategisch Adviseur, Cardano

Zie je (generatieve) AI als een kans of als een bedreiging voor institutionele beleggers?

'AI is géén game changer voor institutionele beleggers. Voor flitshandelaren werkt patroonherkenning, de basis van AI-modellen, ongetwijfeld fantastisch om arbitrage te benutten en informatie nóg sneller te verwerken in financiële markten. Echter, dit is een nichemarkt met een extreem korte horizon. Op de langere termijn is de wereld simpelweg te complex. Ook is keer op keer gebleken dat patronen veranderen, en black swan events zullen nooit uit een op het verleden gekalibreerd model rollen. Een langetermijnbelegger doet er goed aan om in scenario's te denken in plaats van te vertrouwen op statistische modellen, hoe slim die ook zijn.

Een voorbeeld van scenariodenken: AI is momenteel een enorme hype, zo ook in

de financiële sector. Iedereen heeft het erover. Het zal de wereld gaan veranderen. Alles wordt efficiënter, de productiviteit gaat een vlucht nemen en de Magnificent Seven gaan de grote winnaars op de beurs zijn. Maar is dit echt het enige mogelijke scenario? Kijkend naar het verleden zien we dat het internet de wereld inderdaad veranderd heeft, maar investeerders die eind jaren negentig op deze hype sprongen, kwamen in 2000 van een koude kermis thuis. Bovendien is de economische productiviteit de afgelopen decennia, ondanks technologische voortuitgang, juist afgenomen, omdat er ook veel nutteloze processen zijn bij gekomen.

De invloed van AI op de economie staat dus niet vast en ik zou institutionele beleggers adviseren te analyseren of hun portefeuille robuust is in alle mogelijke scenario's.'



'AI is géén game changer voor institutionele beleggers.'



Steven de Bok

Client Director, Columbia Threadneedle Investments

‘Veel bedrijven buiten de techsector zullen profiteren van AI.’

Waar biedt (generatieve) AI de grootste kansen voor institutionele beleggers?

‘AI heeft een grote invloed op veel sectoren en dit neemt alleen nog maar toe. Op de korte en middellange termijn stroomt kapitaal dat nodig is voor verdere ontwikkeling van AI naar cloudproviders, datacentra, semiconductors en netwerkcommunicatie. Dan kom je snel uit bij namen als Microsoft, Alphabet en NVIDIA.

Hier gaat het om bedrijven die op de korte termijn voordeel hebben van AI. Daarnaast zien we voor institutionele beleggers kansen in ondernemingen waarvan niet direct duidelijk is dat ze op korte termijn van AI zullen profiteren. Het gaat om bedrijven die unieke producten hebben, waardoor ze een concurrentievoordeel hebben nu de AI-infrastructuur wordt uitgebouwd. Denk bijvoorbeeld aan ondernemingen als Synopsis, een wereldleider in chipdesignsoftware en

Marvel, dat chips maakt die in datacentra worden gebruikt.

Ook veel bedrijven buiten de techsector zullen profiteren van AI, bijvoorbeeld in de gezondheidszorg, bij IT-helpdesks en in de landbouwsector. Zo kan AI worden ingezet om de administratieve lasten in de gezondheidszorg te verminderen en om patiëntenzorg te verbeteren via diagnostische technologie voor artsen. De minder voor de hand liggende landbouwsector zal in de toekomst mogelijk efficiënter werken door het gebruik van AI en dat is met een groeiende wereldbevolking ook noodzakelijk. AI kan worden ingezet om landbouwgronden efficiënter te gebruiken en het gebruik van pesticiden te optimaliseren. Hierdoor kan er meer en goedkoper voedsel worden verbouwd. Deze ontwikkelingen kunnen bijdragen aan duurzame doelstellingen van institutionele beleggers.’

Walid Hemmat

Asset Management Analyst, AF Advisors



Zie je (generatieve) AI als een kans of als een bedreiging voor institutionele beleggers?

‘Ik zie de ontwikkeling van AI als een kans die institutionele beleggers in staat stelt om te gedijen in een landschap van ongekende mogelijkheden. Een toekomst waarin de meest adaptieve beleggers zullen floreren. Bedrijfsbreed zal AI elk proces veranderen: van het beleggingsbeleid tot aan risk management en compliance.

Wanneer ik even mijn gedachten erop los laat, stel ik mij een toekomst voor waarin real-time informatie uit complexe databronnen wordt benut voor ongekende (beleggings)inzichten. Denk aan gelijktijdige analyses van ontelbare variabelen, die hypergeoptimaliseerde portefeuilles mogelijk maken. Vanuit risk management zullen portefeuilles continu worden

gemonitord, waarbij voorspellende analyses potentiële risico's identificeren vóórdat deze zich materialiseren.

Ook op ESG-gebied zal AI impact hebben door asset owners in staat te stellen sterk gepersonaliseerde portefeuilles te creëren én deze dynamisch te optimaliseren op basis van real-time ESG-metrics, marktomstandigheden en individuele beleggersvoorkeuren. Portefeuilles zullen voortdurend aansluiten bij de ethische doelen van institutionele beleggers.

Ondanks deze spannende toekomstscenario's draait AI voor mij niet om het vervangen van mensen: het gaat erom onze capaciteiten te verhogen, de menselijke creativiteit te ontketenen en de grenzen te verleggen van wat we samen kunnen bereiken.’

‘Bedrijfsbreed zal AI elk proces veranderen.’



Tim Zendman

Innovation Lead, MN

‘AI is een onmisbare tool voor analisten.’

Waar biedt (generatieve) AI de grootste kansen voor institutionele beleggers?

‘Als je drie jaar geleden had gevraagd naar kansrijke toepassingen van AI, dan hadden robotics en zelflerende handelsalgoritmes bovenaan de lijstjes gestaan. Maar sinds ChatGPT eind 2022 de wereld verbaasde, lijkt het AI-werkveld van natural language processing als eerste écht grootschalige impact te gaan maken. Volwassen large language models (LLM's) zijn sindsdien goedkoop en eenvoudig beschikbaar voor iedereen met een laptop. En ze spreken tot de verbeelding van een grote groep mensen die daarvoor nog nooit met dergelijke taalmodellen had gewerkt.

Inmiddels lijkt iedereen in de ban van generatieve AI en de toepassingen vliegen je om de oren. Van geautomatiseerde rapportages tot volledig gepersonaliseerde vermogenscommunicatie. Persoonlijk verwacht ik de grootste

impact op het vlak van investment research. Met behulp van de nieuwste generatie LLMs wordt het relatief eenvoudig om op grote schaal research-data te consumeren. Inclusief ongestructureerde databronnen, die voorheen niet – of niet op grote schaal – gebruikt konden worden voor kwantitatieve analyses, zoals geschreven en gesproken newsfeeds (van internationaal tot lokaal), social media-streams en andere visuele en auditieve bronnen.

Naast deze ‘nieuwe’ databronnen hebben beleggers sowieso al toegang tot enorme datasets van marktgegevens en wereldwijde indicatoren. AI maakt het mogelijk om al deze data te verwerken en te analyseren met een ongekennde snelheid en nauwkeurigheid. Een onmisbare tool voor analisten in het signaleren van trends, risico's, buitenkansjes en red flags.’

Maurits Daarnhouwer

Product Manager, CACEIS Pension Centre



In hoeverre kan (generatieve) AI bijdragen aan de transitie naar een duurzame(re) wereld?

‘AI kan een waardevol hulpmiddel zijn bij het versnellen van de transitie naar een duurzame wereld. AI laat een aanzienlijke ecologische voetafdruk achter door de omvang van berekeningen die nodig zijn om algoritmen te trainen. Tegelijkertijd kan AI op verschillende manieren bijdragen aan een versnelling van de transitie naar een duurzame wereld.

Zo kan AI worden gebruikt om voorspellingen te doen over klimaatverandering. Maar het kan ook worden ingezet om het energieverbruik te optimaliseren en te verminderen. Zodat elektriciteitsproductie en -consumptie vaker in balans zijn met elkaar. Ook zijn er tal van toepassingsgebieden te bedenken in de voedselproductie en -distributie.

In het sociale domein kan AI gebruikt worden in toepassingen in de gezondheids-

zorg en het onderwijs, zoals het zoeken naar een geneesmiddel tegen kanker, moleculaire techniek of het mogelijk maken van gepersonaliseerd onderwijs.

Het gebruik van AI kan investment professionals helpen om gerichtere analyses uit te voeren, (duurzaamheids-) rapportages efficiënter te maken en veranderingen te signaleren in de bedrijfsrapportages van de bedrijven waarin ze investeren, om zodoende inzicht te krijgen in de ESG-risico's in hun portefeuille.

AI heeft het potentieel om ons te helpen bij het nemen van betere beslissingen. Maar om deze voordelen te realiseren, moeten we ook rekening houden met ethische en sociale overwegingen en ervoor zorgen dat AI op een eerlijke, transparante en inclusieve manier wordt ontwikkeld en toegepast. Alleen dan kunnen we echt werken aan een duurzame(re) wereld met AI als bondgenoot.’

‘AI heeft het potentieel om ons te helpen bij het nemen van betere beslissingen.’



Lieke van der Horst

Senior Portfolio Manager Equities & Board Member, Pensioenfonds PPF APG.

'AI-technieken kunnen helpen om betere alpha-factoren te construeren.'

Zie je (generatieve) AI als een kans of als een bedreiging voor institutionele beleggers?

'Ik zie (generatieve) AI zeker meer als een kans dan als een bedreiging voor institutionele beleggers. Voor fundamentele beleggers leidt AI tot betere en snellere toegang tot data en informatie die als input dient voor het investeringsproces. AI helpt om specifieke informatie over een bepaalde belegging sneller boven tafel te krijgen en om (alternatieve) data te structureren zodat verbanden beter in kaart worden gebracht. Voor quantbeleggers kan AI assisteren bij de verschillende stappen van het researchproces. Generatieve AI assisteert in verbeterde toegang tot bestaande research en kan vervolgens assisteren bij het coderen. Ook kunnen AI-technieken zoals machine learning

natuurlijk helpen om betere alpha-factoren te construeren. Daarnaast is mijns inziens een belangrijk voordeel dat AI de tijd die je besteedt aan taken die geen directe link hebben met je kernwerkzaamheden zoals agenda-management, terugkerende procesmatige taken, efficiënt portfolio-management, projectmanagement et cetera, sterk kan verlagen, waardoor je meer tijd overhoudt voor je kernwerkzaamheden. Het grootste risico dat ik op dit moment zie met generatieve AI is dat er binnen applicaties, zoals ChatGPT, Google Bard en Bing Chat, vaak op een overtuigende manier onjuiste antwoorden worden gegeven op je vragen. Ook het delen van sensitieve informatie binnen deze applicaties is een risico wat door bedrijven gemitigeerd dient te worden.'

Chong Peng

Portfolio Manager Equities, Van Lanschot Kempen



Where does (generative) AI offer the greatest opportunities for institutional investors?

'I would be lying if I said that I did not ask ChatGPT the same question before I wrote my answer. When my company started trialling Copilot last year, people started dreaming that we would be able to free our time from boring grunt work and just focus on finding alpha. AI would update our Excel models, write monthly portfolio reports, and most importantly, make us delicious coffee. Very soon we realized that this would not happen as fast as we hoped.

Despite the constant mixed feeling of disappointment and hope, I see AI as more of a friend than an enemy. Copilot is already helping me on a daily basis to summarize emails I got from newspapers and brokers. I am also hopeful for things

like semantic search to enable me to do better fundamental analysis.

Now, what about investment opportunities? We saw the market hype on AI-related companies in 2023, but don't forget that industrials and consumers are the real applications to come! Businesses we cannot possibly imagine today, will arise. Massive disruption will happen during this transition, much like the turmoil after the invention of steam power, electricity, and the internet, which brings both winners and losers. Think of translators, programmers, artists ... how we are going to educate our children or build our houses will be completely different. When we think of opportunities, never forget the other side of that coin is risk. That also applies to AI.'

'Businesses we cannot possibly imagine today, will arise.'

CONCLUSIE

Wat verwachten we van generatieve AI? Het zal bedrijfsbreed elk proces veranderen. Voor institutionele beleggers wordt het een onmisbare tool om de groeiende berg aan data razendsnel te verwerken en te analyseren en zo nog betere beslissingen te kunnen nemen. Het biedt ze bovendien nu nog ongekende kansen in bedrijven die op de langere termijn nieuwe AI-voordelen en -toepassingen vinden, bijvoorbeeld op het gebied van duurzaamheidsinnovaties.

Voor het individu zelf lonkt de belofte om alle behalve de eigen kernwerkzaamheden uit handen te nemen, wat ons in staat stelt om onze eigen capaciteiten te verhogen, creativiteit te ontketenen en grenzen te verleggen.

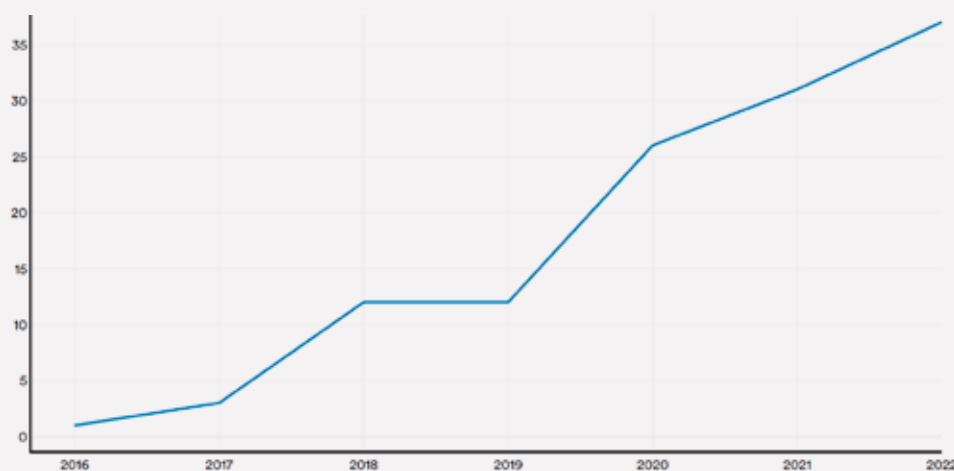
Wat AI exact met de economie gaat doen, dat kunnen we nog niet weten, maar dat er disruptie op grote schaal gaat plaatsvinden, lijkt onontkoombaar. Net als bij de vorige industriële transitie zal dat de boom goed doen schudden, want met de kansen komen de risico's. Denk alleen al aan de ethische en sociale uitdagingen van onze sprong in het AI-diepe.

Wat we er verder ook van vinden, (generatieve) AI is niet meer te negeren. In het eerder genoemde onderzoek trapte Stanford University nog maar even een open deur in: 'Organisaties die AI hebben geïmplementeerd, melden dat ze aanzienlijke kostenbesparingen en omzetsijgingen realiseren.' Tegelijkertijd constateerde het instituut dat de drie grootste uitdagingen om intern een AI-project te starten zijn: het bewijzen van de meerwaarde, het kiezen van de juiste AI-technologie, en – voor een derde van de ondervraagden – het gebrek aan 'executive commitment'.

MIT had eerder al geconcludeerd dat de ambities van Chief Information Officers bepaald niet overliepen: terwijl 94% van de ondervraagde organisaties al AI gebruikt, had slechts 14% van de betreffende CIOs de doelstelling om binnen drie jaar AI bedrijfsbreed in te zetten.

Voeg bij dat alles de cybersecurity-risico's en de groeiende reguleringsdruk (zie Figuur 1), en de conclusie voor generatieve AI lijkt te zijn: het kan, men wil, het moet, maar mag het wel?

FIGUUR 1: TOENEMENDE REGELDRUK, AANGENOMEN AI-WETTEN IN 127 LANDEN



Bron: Artificial Intelligence Index Report 2023, Stanford University

Geopolitiek hedgen noodzakelijk?

Wint de geopolitiek het dit jaar van economische fundamentals?

In oktober vorig jaar schreef Financial Times-columnist Gillian Tett: 'While economists used to quip that central banks were the 'only game in town' because markets danced to their tune, now they are being eclipsed by geopolitics.'

De vraag over welke kracht overheerst – de impact van geopolitiek op de aanbodzijde enerzijds, of de invloed van monetair en fiscaal beleid op de vraagkant van de economie anderzijds – zal beleidsmakers en analisten blijven bezighouden. Tett afgelopen maand: 'If you are an optimist focused on economic fundamentals [...] you will assume that demand cycles rule [...] But if you are a pessimist, political issues cannot be ignored.'

Economen moeten zich dus veel meer dan doorgaans richten op de supply side en van (geo)politieke markten thuis zijn. Bedrijven en beleggers moeten een hele waaier aan potentiële scenario's meenemen in hun investeringsbeslissingen. Dat het verstandig is om te hedgen voor een scala aan scenario's, blijkt onder andere uit de foutieve inschattingen van het grootste diplomatieke apparaat ter wereld in de afgelopen paar jaar. In 2021 ging de regering Biden er nog vanuit dat een stabiele en voorspelbare relatie met Rusland in het verschiet lag en vorig jaar – vóór 7 oktober – stelden Amerikaanse diplomaten dat het Midden-Oosten nog nooit zo rustig was geweest in de 21e eeuw.

Vanuit geopolitieke risicohoek zijn de volgende factoren potentieel verstrekkend voor financiële markten voor dit jaar:

- Een ingrijpende omslag in de Oekraïne-oorlog.
- Escalatie in het Midden-Oosten.
- Voortzetting van de populistische opmars in Europa.

- Een verkiezingsoverwinning van Donald Trump.
- Een hardere Taiwan-koers als gevolg van het falen van Beijing om de Chinese economie uit het slop te trekken.

Deze issues zijn met elkaar vervlochten. Veel commentatoren doen alsof die interdependentie van crises uniek is, maar bij die constatering past een forse kanttekening. In 1941 – nog voordat Amerika de oorlog verklaarde aan Duitsland en Japan – schreef de Amerikaanse president Roosevelt: 'We must recognize that the hostilities in Europe, in Africa, and in Asia are all parts of a single world conflict [...] The problems which we face are so vast and so interrelated that any attempt even to state them compels one to think in terms of five continents and seven seas.'

Onderlinge verbondenheid van crises en uitdagingen is dus niets nieuws, maar de componenten, mate van vervlechting en het internationale systeem waarbinnen alles zich afspeelt, verschillen wel van tijd tot tijd. Zo zal groot succes voor populistische politici in Europa de positie van Oekraïne verzwakken en daarmee Rusland een opening geven voor terreinwinst in de oorlog. Dit zal uiteindelijk meer tijd, politiek kapitaal en geld vergen van het Westen, waardoor bijvoorbeeld China kan denken dat het meer ruimte heeft voor een hardere koers richting Taiwan.

De kans op een doorslaggevende ommekeer in de Oekraïne-oorlog dit jaar is overigens klein. Ook escaleert de situatie in het Midden-Oosten waarschijnlijk niet tot een grote, regionale oorlog en zal Beijing Taiwan niet blokkeren of binnenvallen. Daarentegen zijn een verdere ruk naar populistisch rechts in Europa en een verkiezingsoverwinning van Trump een stuk waarschijnlijker. Met name dat laatste zal meer volatiliteit in financiële markten teweegbrengen. ■



Door **Andy Langenkamp**, Senior Political Analyst bij ECR Research

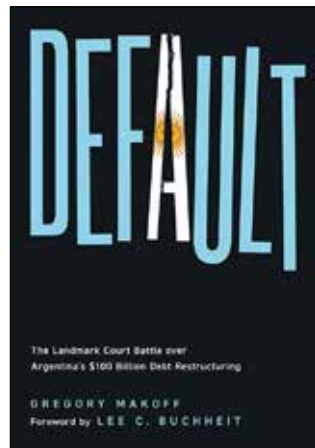


Invisible Women

Van overheidsbeleid en medisch onderzoek tot technologie, werkplekken en de media, systematisch wordt de vrouwelijke helft van de bevolking genegeerd, vaak met desastreuze gevolgen.

Caroline Perez,
Vintage

tinyurl.com/FI2024-CPerez

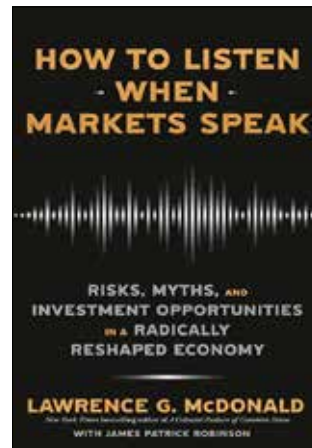


Default

Over de herstructurering van de Argentijnse staatsschuld, de intense strijd om de rol van het IMF in 2005 daarbij en het daaropvolgende bittere decennium van rechtszaken.

Gregory Makoff,
Georgetown University Press

tinyurl.com/FI2024-GMakoff

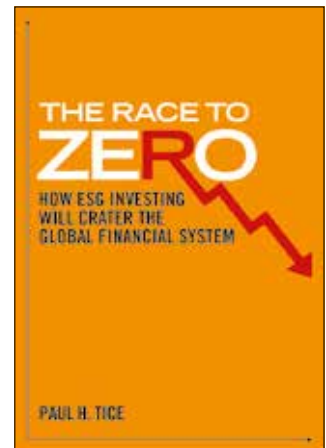


How to Listen When Markets Speak

Hoe het huidige moment te begrijpen, zich te verzetten tegen reactionaire verhalen en ongefundeerde analyses, en de eigen rijkdom te behouden in turbulente tijden.

Lawrence McDonald,
Crown Currency

tinyurl.com/fi2024-LMcDonald



The Race to Zero

Duurzaam beleggen is niet bedoeld om extra rendement voor beleggers te genereren of om ethische doelen te bevorderen, maar om de controle over het mondiale financiële systeem over te nemen.

Paul Tice,
Encounter Books

tinyurl.com/FI2024-PTice



Keuzebegeleiding in het Nederlandse pensioenstelsel

Opsomming van de belangrijkste aandachtspunten voor pensioenfondsbesturen in het transitieproces naar het nieuwe pensioenstelsel. Veel aandacht is nodig voor een transparant en goed onderbouwd proces, met de belangen van de deelnemers voorop.

Elisabeth Brügggen,
Netspar, research paper

tinyurl.com/FI2024-EBruggen



The costs of 'costless' climate mitigation

Wat gaat de mondiale emissiereductie kosten? De bottom-up-schattingbenadering van het IPCC komt aanzienlijk lager uit dan toonaangevende 'top-down' economische modellen.

Matthew Kotchen et al.,
Science 382, 6674 (2023-11-30), p.1001-1003

tinyurl.com/FI2024-MJKotchen



Fifty Shades of QE: Robust Evidence

Papers over QE die geschreven zijn door centrale banken vinden quantitative easing effectiever dan die door academici, en hebben de publieke perceptie van de effectiviteit van QE gevormd.

Brian Fabo et al.,
Journal of Banking & Finance 159 (2024-02), art. 107065

tinyurl.com/FI2024-BFabo



Dynamic Asset Allocation Using Machine Learning

Een dynamisch asset allocation-model op basis van machine learning-resulteert in een aanzienlijk verbeterd, hoewel sterk wisselend, voor risico gecorrigeerd rendement, in vergelijking met een statische 60/40-portefeuille.

Christian Mueller-Glissmann et al.,
Journal of Portfolio Management (2024-01-08)

tinyurl.com/FI2024-CMueller



Met de CSDDD duurzaam ten onder?

Op 14 december 2023 hebben de Europese Raad en het Europees Parlement een voorlopig akkoord bereikt over de Corporate Sustainability Due Diligence Directive. De vraag is of grote bedrijven in de EU door deze richtlijn niet te zeer op achterstand worden gezet.

De Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) zal in 2024 in werking treden en de EU-lidstaten zullen deze richtlijn in 2026 in hun nationale wetgeving moeten hebben geïmplementeerd.

De CSDDD verplicht grote ondernemingen die in de EU gevestigd of actief zijn om de negatieve effecten van hun eigen bedrijfsactiviteiten en die van hun dochterondernemingen en zakenpartners – upstream en downstream – op het milieu en de mensenrechten te identificeren en te voorkomen of te beëindigen dan wel deze zoveel mogelijk te beperken. Daartoe dienen deze bedrijven actie- of herstelplannen op te stellen, hun dochterondernemingen te controleren, garanties te verlangen van hun zakenpartners of de relatie daarmee te beëindigen. Bovendien dienen de bedrijven een klimaattransitieplan op te stellen en uit te voeren om hun impact op de klimaatverandering te beperken in lijn met het Klimaatakkoord van Parijs.

De CSDDD is van toepassing op in de EU gevestigde ondernemingen met gemiddeld meer dan 500 werknemers en een wereldwijde netto-omzet van meer dan 150 miljoen euro. Drie jaar na de inwerkingtreding in de EU zal de richtlijn ook van toepassing zijn op buiten de EU gevestigde ondernemingen met een netto-omzet van meer dan 150 miljoen euro in de EU. De Europese Commissie moet een lijst publiceren van niet-EU-bedrijven die onder het toepassingsgebied vallen. Financiële instellingen ontspringen voorlopig de dans, in die zin dat zij vooralsnog alleen een klimaattransitieplan hoeven te ontwikkelen en uit te voeren. Dat kan echter in de nabije toekomst veranderen. Het consultatiedocument van het Ministerie van Financiën van

21 december 2023 over extra klimaatmaatregelen voor de financiële sector belooft niet veel goeds.

De CSDDD verplicht elke EU-lidstaat een toezichthoudende autoriteit aan te wijzen om naleving van de in de richtlijn neergelegde zorgplichten te controleren en zo nodig handhavingsmaatregelen te nemen. Tot deze handhavingsmaatregelen behoren onder meer het opleggen van bestuurlijke boetes of het geven van aanwijzingen en zelfs het staken van een onderneming die aan haar opgelegde boetes niet betaalt.

De CSDDD voorziet ook in een civielrechtelijke aansprakelijkheid. De door de richtlijn bestreken bedrijven zijn wettelijk aansprakelijk voor schade die is veroorzaakt doordat zij hebben nagelaten om de nadelige gevolgen van hun bedrijfsactiviteiten of die van hun dochterondernemingen of zakenpartners voor het milieu of de mensenrechten te voorkomen, te beëindigen of te beperken. Benadeelden – waaronder ook vakbonden en maatschappelijke organisaties worden begrepen – hebben vijf jaar de tijd om schadeclaims in te dienen. Het Shell-vonnis van de Rechtbank Den Haag van 26 mei 2021 wordt hiermee de facto van een wettelijke basis voorzien.

De CSDDD kan, ondanks haar nobele intenties om duurzaamheid en het nemen van maatschappelijke verantwoordelijkheid te bevorderen, uitermate belastend uitpakken voor bedrijven in de EU. Dit vanwege de lasten en onzekerheden die de richtlijn met zich meebrengt. De hoge nalevingskosten en de vele open normen kunnen de economische levensvatbaarheid van bedrijven in gevaar brengen. Zorgwekkend is wat mij betreft met name dat ondernemingen veel gemakkelijker dan thans aansprakelijk kunnen worden gehouden voor activiteiten van hun dochterondernemingen. Bovendien creëert de richtlijn weliswaar een gelijk(er) speelveld binnen de EU, maar de betreffende ondernemingen lopen wel het risico uit de markt te worden geprijsd door concurrenten uit derde landen waarvoor de CSDDD niet geldt. ■



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

Klaartje de Boer

Van Vakcentrale voor Professionals naar Groen Van Solinge & Partners



2009
Master Recht & Management,
Universiteit van Tilburg

1985
Geboren in Nieuwegein

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

Mijn nieuwe functie bevalt goed. Ik ben net begonnen, dus er valt nog genoeg te leren. Mijn nieuwe collega's zijn gelukkig ook pensioensensen, die zich daarnaast bezighouden met werving en selectie. De inhoud van het pensioenvak staat hier centraal, met veel aandacht voor mens en organisatie.

U begon uw professionele carrière bij Vakcentrale voor Professionals. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren uw ervaringen?

Ik heb vanaf 2010 diverse kabinetten vanuit de SER over allerlei pensioenonderwerpen geadviseerd, wat uiteindelijk heeft geleid tot de recent aangenomen Wtp. Je praat dan over de brede oudedagsvoorziening voor alle Nederlanders. Je kijkt en weegt daarbij belangen van verschillende stakeholders, impact op de economie en de toekomst.

Kunt u kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Het mooie van werken voor een centrale werknemersorganisatie is dat je hele brede kennis opdoet. Beleidsinhoudelijk adviserend vanuit de SER aan het kabinet of vanuit de Stichting van de Arbeid in de richting van de decentrale arbeidsvoorwaardelijke partijen ter ondersteuning van te maken pensioenafspraken. Ook zijn er veel contacten met Kamerleden en de media om de standpunten van jouw organisatie over de bühne te brengen. Daarnaast heb ik actief geparticipeerd in het platform werkenaans-pensioen.nl, dat als doel heeft om alle betrokken partijen bij de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel te faciliteren. Met het ministerie van SZW ben ik bezig geweest de brede publiekscampagne uit te rollen om mensen ervan bewust te maken dat de pensioenregels gaan veranderen. Om meer mensen via hun werkgever pensioen op te laten bouwen, heb ik gewerkt aan de website geenpensioen.nl. Vanuit mijn positie in Netspar heb ik mij meer wetenschappelijk verdiept in pensioen.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Groen Van Solinge & Partners?

Ik ken ze al geruime tijd. Ondanks dat ik in het verleden niet altijd openstond voor een nieuwe uitdaging, was een gesprek met hen altijd erg nuttig, om mezelf vervolgens de vraag te kunnen stellen: 'Zit ik op mijn plek en ben ik met de juiste dingen bezig?' Ik

heb hen beschouwd als een soort van coach gedurende mijn werkzame periode bij de VCP vanwege het warme contact en de inzichten die zij mij gaven. Dat hoor ik nu ook geregeld terug van kandidaten.

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan gebruiken bij Groen Van Solinge & Partners?

Ik heb door de jaren heen een breed netwerk opgebouwd en een brede pensioenexpertise: van de totstandkoming van de Wet versterking bestuur pensioenfondsen en de Code Pensioenfondsen tot aan de hele Wtp. Dat komt nu goed van pas.

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

Enorm. De pensioensector vergrijsd in hoog tempo en er is veel te weinig instroom van jonge pensioenprofessionals in alle disciplines. Terwijl pensioen juist zo interessant en maatschappelijk relevant is. Mijn uitdaging is om jonge mensen te interesseren voor werken in de pensioensector. Bijvoorbeeld via Pensioenlab.

Wat verwacht u als Senior Consultant bij Groen Van Solinge & Partners te bereiken?

Uiteraard dat ik mensen kan helpen bij een volgende stap in de pensioensector en daarmee kan bijdragen aan het realiseren van de pensioentransitie.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

De psychologische kant van de werving & selectie is ontzettend interessant en belangrijk. Wij werken met de zogeheten big five-methode. Het goed kunnen interpreteren van de uitkomsten en daarover met kandidaten en opdrachtgevers in gesprek gaan, vind ik zeer interessant. Het geeft mij persoonlijk ook veel inzicht. ■

Suzanne van de Bor

is toegetreden tot het bestuur van IKEA Pensioenfondsen.

Wim Nagler

is begonnen als Head of Insurance EMEA bij Schroders.

Bart Vink

is benoemd tot Hoofd Fund Management van a.s.r. real estate.

Hikmet Sevdican

is benoemd als Directeur Hypotheken bij Syntrus Achmea.

Rob Schreur

is aangetreden als Bestuurslid bij Pf. Detailhandel.

Carola van Lamoen

begint per april als Bestuursvoorzitter van Eumedion.

Anne Gram

is toegetreden tot het bestuur van het Deense ATP.

Hans Fortuyn

is benoemd tot MD, Head of Fiduciary Management Netherlands bij Columbia Threadneedle Investments.

Ben Kramer

is aangesteld als Lid Raad van Toezicht bij Bpf. voor het Bakkersbedrijf.

Caspar Vlaar

is toegetreden tot het bestuur en de beleggingscommissie van Pf. Metaal en Techniek.

Bauke Robijn en Sara Schoevaers

zijn bij NLV aangesteld als respectievelijk Head of Strategy en ESG Analyst Dutch Real Estate.

Hugo Peek

is benoemd tot CEO en Country Head van BNP Paribas Nederland.

Maurice Ost

is begonnen als Partner en Wealth Manager bij Catalpa Vermogensbeheer.

Xander den Uyl

is toegetreden tot het bestuur van Pf. Recreatie.

Martijn de Haas

is benoemd tot Fondsmanager van Gerlin Participaties bij Teslin Capital Management.

Han Vermeulen

is aangesteld als Adviseur en Institutionele Sales bij Circle Fund Management.

Walid Hemmat

is begonnen als Asset Management Analyst bij AF Advisors.

Bart van Vliet

is benoemd tot Quantitative Strategist, Senior Associate bij Northern Trust AM.

Sebastiaan van den Dries

is benoemd tot CEO van AZL.

Pieter Regnery

is voor zichzelf begonnen met de oprichting van Pro-Diligence.

Linso Pals

is begonnen als Senior Managing Director bij Blackstone.

Tim Hooijdonk

gaat aan de slag als Investor Relations bij Oquendo Capital.

Oskar Geldof

is begonnen als Hoofd Benelux bij Aviva Investors.

**Yno van Haaster**

is aangesteld als Director Multi Management Solutions Alternatives bij Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC.

Marius Coebergh, Marcel van den Heuvel, Chiel Soeter, Jolie van Daatselaar en Vincent Snoek

zijn begonnen onder de naam 31Capital.

Hein Kuijpers

is benoemd tot Senior Client Relationship Manager bij BNP Paribas AM.

Annemarie Maarse

is aangesteld als Head of Asset Management bij Bouwinvest.

Daphne Engelke

is benoemd tot CEO van Van Lanschot Kempen Zwitserland.

Fieke van der Lecq

gaat aan de slag als Regeringscommissaris Transitie Pensioenen.

Paul Visscher en Michel van Eck

hebben zich aangesloten bij Delen Private Bank.

Max van Oosterrijk

is benoemd tot Investment Advisor bij Pearl Capital.

Josje Wijckmans

is nu Programmaleider Nieuw Pensioencontract bij Pf. Vliegend Personeel KLM.

Mark Boskamp

is begonnen als Lead Private Banking bij Triodos Bank Nederland.

Wynand van der Zandt

is aangesteld als Senior Financial Risk Manager bij PGB Pensioendiensten.

Bart van Coeverden

gaat aan de slag als Klantdirecteur Benelux bij LGIM.

Peter de Groot

is toegetreden tot het bestuur van de Pensioenfederatie.

Tom Robinson

is begonnen als Programmadirecteur voor de Wtp-implementatie bij TKP.

Toine van der Stee

is benoemd tot Voorzitter van Pf. Hoogovens.

Gerwin de Weert

gaat aan de slag als Pensioenstrateeg en Senior Pensioenjurist bij Pf. Huisartsen.

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





AFTER FOUR YEARS

AFTER TWO YEARS

AFTER ONE YEAR

FRESHLY DUG

GROWTH THAT AFFECTS EVERYONE'S BUSINESS

JUSTDIGGIT

COOLING DOWN THE PLANET

BRINGING BACK VEGETATION USING NATURE-BASED SOLUTIONS BENEFITS LIFE ALL OVER THE PLANET AND HELPS COOL THINGS DOWN. SEE WHAT YOU CAN DO ON [JUSTDIGGIT.ORG/DIG-IN](https://www.justdiggit.org/dig-in)



Good things
happen when
experts come
together



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

Experience
The Expert Collective

> IM.NATIXIS.COM

