

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

DUURZAAM BELEGGEN GAAT PRIMAIR OM MAATSCHAPPELIJK RENDEMENT

Paul Smeets,
Universiteit van Amsterdam

RONDE TAFEL BELEGGEN IN HYPOTHEKEN

Nederlandse hypotheke
onverminderd populair

BELEGGINGSRISICO'S PENSIOENTRANSITIE WORDEN ONDERSCHAT

Robert Kavanagh,
True Partner Capital



RONDE TAFEL
High Yield Bonds

Seminar voor Family Offices: 'Wat is de impact en potentie van Generative Artificial Intelligence op de Asset & Wealth Management industrie?'

Datum: 14 mei 2024 - 13.15-17.15 uur

Locatie: Science Park, Amsterdam

Artificial Intelligence, en dan met name Generative AI, wordt door velen gezien als de meest impactvolle technologische vooruitgang sinds het internet. Het zal de wereldeconomie naar verwachting immens stimuleren, deels door verhoging van de productiviteit en deels door extra consumptie-effecten.

Maar wat betekent GenAI voor de beleggingsindustrie? Hoe wordt AI succesvol ingezet in het beleggingsproces van asset en wealth managers?

Wat zijn de economische gevolgen van de AI-revolutie? Welke sectoren profiteren het meest en welke juist niet?

Op **dinsdagmiddag 14 mei van 13.15 tot 17.15 uur** (lunch vanaf 12.15 uur) zullen diverse experts ingaan op deze en andere actuele vragen tijdens een educatief seminar over **de impact en potentie van Generative Artificial Intelligence binnen Asset & Wealth Management**, onder leiding van **Han Dieperink**, Chief Investment Officer bij Auréus.

Programma

12.15 uur: Registratie & lunch

13.15 uur: Welkom & inleiding

Han Dieperink, CIO, Auréus

13.30 uur: The transformation imperative: Generative AI in wealth and asset management

Arnoud van Heuveln, Manager Business Transformation, EY

14.00 uur: AI use cases in portfolio management

David Wright, Co-Head of Quest, Quantitative Business Strategy, Pictet Asset Management

14.30 uur: Casestudies over AI in business & beleggingsoptimalisatie tools

• 14.30 uur: Casestudie door **Axel Maier**, CFA, Partner, MDOTM

• 14.45 uur: Casestudie door **Sophia Bantanidis**, Analyst, Future of Finance team, Citi

• 15.00 uur: Q&A en paneldiscussie over het potentieel van AI voor interne business-processen, met:

• **Sophia Bantanidis**, Analyst, Future of Finance team, Citi

• **Marc Debois**, CEO, FO-Next

• **Axel Maier**, CFA, Partner, MDOTM

15.15 uur: Koffiepauze

15.45 uur: AI & robotics

Karen Kharmandarian, Founding Partner, CIO, Thematics Asset Management

16.15 uur: Unlocking alpha with AI: how GenAI enhances value creation and investment returns

Fares Benouari, Senior Portfolio Manager Global & Swiss Equity, UBP

16.45 uur: Paneldiscussie over het economisch potentieel van GenAI, met:

• Prof. **Svetlana Borovkova**, Head of Quantitative Modelling, Probability & Partners

• **Marc Debois**, CEO, FO-Next

17.15 uur: Hapje & drankje

Registratie:

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

Meer informatie: www.financialinvestigator.nl/seminar-14-05-2024

In samenwerking met:



HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Sevinç Acar, Rik Albrecht, Mark Bakker, Ian
 Bates, Henk Bets, Cees Harm van den Berg,
 Jeroen van Bezooijen, Peter Billiet, Xavier
 Blaiteau, Jan De Bondt, Jérôme van der Bruggen,
 Evako Covers, Frank Dankers, Han Dieperink,
 Evalinde Eelens, Carolien van Eggermond, Julien
 Foll, Thomas Friedberger, Victor Gulickx, Salim
 Hasnat, Martijn Hesterman, Evelien van Hilten,
 Koen Hoogenhout, Haitse Hoos, Thijs Jochems,
 Robert Kavanagh, Berry van Kollem, Wai Lee
 Koon, Jasper Koops, Martin Korst, Daniel Kraft,
 Anne Laning, Walter Leering, Iris van de Looij,
 Nina Majstorovic, Anne-Marie Munnik, Joep
 Munten, Peter van der Nat, Judith Norbart, Alwin
 Oerlemans, Jeroen Potma, Mark Prins, Rens
 Ramaekers, Pim Rank, Martin Sanders, Markus
 Schaen, Renco van Schie, Hikmet Sevdican, Paul
 Smeets, Astrid Smit, Shaun Stevens, Peter
 Trubowitz, Eelco Ubbels, Aldrik Venemans, Wim
 Vermeir, Marc Vijver, Martine Viissers, André van
 Werven, Thomas Wilson, Philippe Wits en Wim
 Zwanenburg

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 profes-
 sionele 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 vervoer-
 voudigd, 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.

Economische groeiverwachtingen positiever dan verwacht

De aandelenmarkten bereikten nieuwe records in het eerste kwartaal van dit jaar. Dit werd ingegeven door de goede economische cijfers uit de VS en door de AI-hype die de megacaps uit de technologiesector verder deed opstuwten.

Obligaties leverden wat in. De verwachtingen voor renteverlagingen door de Federal Reserve zijn gestaag afgenomen door de sterker dan verwachte inflatie. Inflatie lijkt moeilijk onder controle te brengen, mede vanwege de nog altijd goede cijfers over de Amerikaanse banenmarkt, waar het werkloosheidspercentage

onveranderd laag bleef. Opvallend was verder dat de grondstoffensector in het eerste kwartaal van 2024 ineens weer tot leven leek te komen. Mogelijk speelt daarbij mee dat de economische groeiverwachtingen, gemiddeld op wereldschaal, positiever blijken dan verwacht.



In deze uitgave besteden we veel aandacht aan vast-rentende waarden. Zo bogen diverse experts zich tijdens de ene Ronde Tafel over de vraag of we nog moeten beleggen in hypotheek, terwijl tijdens de andere Ronde Tafel de aantrekkelijkheid van high yield bonds

nader werd besproken. Ook kijken we naar direct lending voor agri-finance, naar de mogelijkheden op de Euro credit-markt, en naar het genereren van sociale impact op de liquide en illiquide credit-markten.

Een tweede thema in dit nummer is beleggen onder de Wtp. In het coverinterview praten Robert Kavanagh en Martin Korst over de risico's van marktschokken vlak voor en tijdens de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Het thema komt verder naar voren in het verslag van een paneldiscussie over de gevolgen van de Wtp voor het rentebeleid, in een analyse van de kans op koopkrachtbehoud na de transitie, in een vergelijking van de beleggingsrisico's in het huidige versus het nieuwe stelsel, en in een nadere bestudering van enkele grote uitdagingen bij de inrichting van de beleggingsportefeuille onder de Wtp.

Nog meer discussie vond plaats in Amsterdam en Brussel, want hoe verschilt de kijk op asset allocatie in Nederland van België? Verder blikken hoogleraren Peter Trubowitz en Paul Smeets met ons vooruit naar een toekomst met Trump en naar de kosten van duurzaam beleggen, en legt Philippe Wits uit hoe kwetsbaarheid een kracht kan zijn bij het leiden van een verzekeringsmaatschappij.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar voor Family Offices:
 'Wat is de impact en
 potentie van Generative
 AI binnen de Asset & Wealth
 Management industrie?'

14 mei 2024
 Van 13.15-17.15 uur
 Science Park, Amsterdam

Meer informatie:
[financialinvestigator.nl/
 semnar-14-05-2024](http://financialinvestigator.nl/semnar-14-05-2024)



10

Beleggingsrisico's pensioentransitie worden onderschat

14

Kwetsbaarheid als kracht



18

Ronde Tafel 'Beleggen in Hypotheken'

COVERVERHAAL

10 Beleggingsrisico's pensioentransitie worden onderschat, Interview met Robert Kavanagh, True Partner Capital, en Martin Korst, Northern Trust

THEMA (ALTERNATIVE) FIXED INCOME

18 Ronde Tafel 'Beleggen in Hypotheken'

44 Ronde Tafel 'High Yield Bonds'

54 Performance- en impactkansen in liquide en illiquide credits, Interview met Martijn Hesterman en Clemens Braams, Achmea Investment Management

58 Fixed income: how to generate 'conservative alpha', Interview met Jeroen Potma, Loomis Sayles

60 Direct lending fuels sustainable agri-agro finance revolution, Amundi Asset Management

THEMA BELEGGEN ONDER DE WTP

28 Biedt de Wtp écht koopkrachtbehoud?, Henk Bets

32 Zes uitdagingen bij beleggen onder de Wtp, Mark Bakker en Fokko Covers

34 Vreemde rentesprongen in scenariosets DNB, Peter van der Nat

36 Beleggen onder de Wtp: meer kans op reële oplossingen voor iedereen?, AXA Investment Managers

38 Paneldiscussie over het rentebeleid onder de Wtp

42 Risico's oude en nieuwe pensioenstelsel vergeleken, Anne Laning

THEMA ASSET ALLOCATIE

66 Asset allocatie in de Lage Landen

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Voorbereiden op terugkomst Trump noodzakelijk, Interview met Peter Trubowitz, London School of Economics

14 Kwetsbaarheid als kracht, Interview met Philippe Wits, Lifetri

62 Monetair beleid: het zwarte gat in de politiek, Thijs Jochems

64 European sovereignty: from megatrend to investment opportunity, Tikehau Capital

S Gesponsord

70 De strategische noodzaak van zorgvastgoed in vastgoedportefeuilles, Hartelt Fund Management

72 Listed infrastructure for decarbonising, digitalising and deglobalising economies, Shaun Stevens

74 Duurzaam beleggen gaat primair om maatschappelijk rendement, Interview met Paul Smeets, Universiteit van Amsterdam

COLUMNS

9 IVBN: Ook de financiële puzzel moet gelegd worden

31 CFA Society Netherlands: Financiële inclusie door finfluencers

53 Wim Zwanenburg: Fragmentatie en deglobalisering zijn niet zo erg

57 Han Dieperink: Kunstmatige intelligentie in de praktijk

78 Pim Rank: CSDDD revisited

RUBRIEKEN

4 Kort nieuws

77 Boeken & Papers

79 On the move special: **Koen Hoogenhout**

80 On the move kort

EVENTS KALENDER

14/05 Seminar ‘Wat is de impact en potentie van Generative AI binnen Asset & Wealth Management?’

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’

17/09 Ronde Tafel ‘Direct Lending’

24/09 Seminar ‘Balansbeheer en vermogensbeheer voor verzekeraars’

26/09 Ronde Tafel ‘Infrastructure & Real Estate Debt’



38

Paneldiscussie over het rentebeleid onder de Wtp



74

Duurzaam beleggen gaat primair om maatschappelijk rendement



44

Ronde Tafel ‘High Yield Bonds’

MFS:

Obligatiebeleggers hebben baat bij centrale banken die uit de pas lopen

Enkele toonaangevende centrale banken hebben recent monetaire beleidsmaatregelen genomen, waaronder de Zwitserse nationale bank (renteverlaging) en de Bank of Japan (renteverhoging). ‘Dat centrale banken zo uit de pas lopen, komt bijna nooit voor en zorgt bij hen voor enige nervositeit’, stelt Benoit Anne, Beleggingsstrateeg bij MFS. De onrust onder centrale banken heeft volgens hem gevolgen voor obligatiebeleggers.



De belangrijkste impact heeft betrekking op de duration. Beleggers met een lange horizon kiezen van oudsher, en logischerwijs, voor een lange looptijd. Daarnaast heeft een soepel monetair beleid het beleggers-sentiment altijd gestut. ‘Daarom verwachten we dat de honger naar risicovolle assets – inclusief onderhandse leningen – de komende tijd

verder toeneemt. Dit is belangrijk voor vastrentende waarden, gezien de groeiende zorg over de beoordeling van het rendementsverschil tussen verschillende obligaties. Als de macro-economische cijfers goed blijven, zou het zomaar kunnen dat het heel lastig wordt om dé aanjager te vinden die een spreadcorrectie in

gang zet. En dat is niet ongunstig voor de rendementen op vastrentende waarden.

Het draait in het macro-economische landschap eigenlijk alleen nog maar om de inflatie en veel minder om de wereldwijde groei. We bevinden ons met z’n allen in het laatste hoofdstuk van het desinflatieverhaal en hopen dat boek binnenkort te kunnen sluiten. De Goldilocks-pap is momenteel nog iets te duur, maar uiteindelijk komt dat ook wel goed.’ De macro-economische pijlers vormen volgens Anne geen belemmering voor de rendementen. ‘Integendeel. Als we een kleurcode hadden voor alle componenten van het beleggingsproces, zouden de macro-economische stoplichten op groen staan. En dat is het belangrijkste voor vastrentende waarden en dus positief.’

DE TIPS VAN

Berry van Kollem

Welke les heb je geleerd in je carrière?

‘Het loont om over je eigen ego heen te kunnen springen. Vanaf de start van Providence Capital gaf ik als CIO leiding aan het beleggingsteam. Het vermogen onder beheer groeide snel. Verantwoord beleggen werd volledig geïntegreerd en we gingen extern samenwerken voor de selectie van best-in-class fondsbeheerders. Na 10 jaar merkte ik dat het steeds moeilijker werd het team naar een hoger niveau te brengen, naar

een volgende fase. Mijn rol was daarin cruciaal. Was ik bereid een stap opzij te zetten om het team de noodzakelijke beweging richting onder andere infrastructuur, private credit en debt te laten maken?

Het antwoord en het resultaat waren positief. En ik ben gaan doen waar mijn passie lag: adviseren over strategische beleggingsvraagstukken. Geleerde les: je ego mag je eigen geluk en het succes van je bedrijf niet in de weg staan.’



Berry van Kollem is Mede-Oprichter en Partner van Providence Capital. Hij is Lid van het Investment Committee en verantwoordelijk voor het strategisch advies en het verantwoord beleggingsbeleid. Eerder werkte hij voor Merrill Lynch en MeesPierson.

Delen Private Bank en Box Consultants bundelen hun krachten

Delen Private Bank heeft een akkoord bereikt met de aandeelhouders van Box Consultants over de overname van alle aandelen.

De bank betrad in 2016 de Nederlandse markt met de overname van Oyens & Van Eeghen. In 2019 volgde de aansluiting van Nobel Vermogensbeheer, in 2023 die van Groenstate Vermogensbeheer, en eerder dit jaar die van Puur Beleggen.

PRINCIPAL ASSET MANAGEMENT:

Muur van aflopende obligaties niet zo hoog als die lijkt

Een veelgenoemd risico voor dit jaar is dat de cascade van aflopende leningen door de renteverhogingscyclus van de Fed in 2022/2023 te maken krijgt met aanzienlijk hogere herfinancieringskosten, wat een piek in wanbetalingen kan veroorzaken,' aldus Seema Shah, Chief Global Strategist bij Principal Asset Management. 'Als de economie echter redelijk robuust blijft, laat een nadere blik op de herfinancieringsdynamiek zien dat het aflopen van leningen voor de bredere kredietsector, met uitzondering van het kredietaanbod met de laagste kwaliteit, relatief zonder grote problemen kan verlopen.

Een recordaantal obligaties, uitgegeven tegen zeer lage rentetarieven tijdens de pandemie, zal de komende zes jaar vervallen. In feite zal binnen de komende drie jaar een kwart van alle Amerikaanse hoog-rentende schulden moeten worden geherfinancierd tegen hogere rentes dan bedrijven de afgelopen jaren gewend waren.

Hoewel de verhoogde rente sommige beleggers doet vrezen dat hogere herfinancieringskosten zullen leiden tot een scherpe piek in wanbetalingen, laat een nadere beschouwing verschillende factoren zien die suggereren dat de muur van aflopende schulden voor de meeste bedrijven niet onoverkomelijk zal zijn:

- Een veerkrachtige macro-achtergrond: ondanks de stijgende rente blijven de spreads op hoogrentend krediet krap als gevolg van sterke markt-fundamentals en optimisme dat de Fed de economie naar een zachte landing zal leiden.
- Recente rally in obligaties: de marktomstandigheden zijn verbeterd, waardoor de herfinancieringskosten zijn gedaald ten opzichte van vijf maanden geleden dankzij een scherpe stijging van de tarieven tegen het einde van 2023.
- De muur van vervallende schulden neigt naar hogere kwaliteit: Het gaat voornamelijk om obligaties van BB- en B-emittenten van hogere kwaliteit.

Hoewel de hausse aan aflopende leningen aanvankelijk zorgen oproept, suggereren aankomende renteverlagingen en solide bedrijfsbalansen dat de meeste bedrijven de hogere rentekosten zonder al te veel problemen moeten kunnen verwerken. Toch kunnen bedrijven van lagere kwaliteit geconfronteerd worden met grotere uitdagingen, wat het belang van actief beheer in de komende periode onderstreept,' zo stelt Shah.



Pensioenfonds Zuivel kiest Columbia Threadneedle Investments als fiduciair

Pensioenfonds Zuivel (BPZ) is per 1 april 2024 overgestapt naar Columbia Threadneedle Investments als haar nieuwe fiduciaire beheerder. Dit betekent dat het beheer van de zogenoemde LDI-portefeuille alsmede de advisering rondom het vermogensbeheer verandert.

Het beheer van het aandelenmandaat blijft bij BNP Paribas Asset Management. Daar heeft BPZ sinds de oprichting van het fonds in 2015 naar tevredenheid mee samengewerkt. Vanwege de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel is echter besloten over te stappen naar een andere fiduciair beheerder.

Een andere reden voor deze stap is dat het bestuur behoefte heeft aan meer flexibiliteit in het beheer van het LDI-mandaat. Waar dit nu nog in verschillende beleggingsfondsen is ondergebracht, zal de nieuwe beheerder meer maatwerk verrichten.

Grolsch Pensioenfonds kiest voor Centraal Beheer APF

Grolsch Pensioenfonds en werkgever Grolsche Bierbrouwerij Nederland hebben een intentieovereenkomst getekend om de bestaande pensioenregeling onder te brengen in een eigen kring bij Centraal Beheer Algemeen Pensioenfonds.

Het gaat om de opgebouwde aanspraken van bijna 2.000 deelnemers, een belegd vermogen van ongeveer € 350 miljoen, en de toekomstige pensioenopbouw op basis van een (CDC) middelloonregeling met een jaarlijks premievolume van € 7 miljoen.

De partijen hebben het voornemen uitgesproken om de collectieve waardeoverdracht per 1 oktober 2024 te realiseren. Na de collectieve waardeoverdracht treedt het pensioenfonds in liquidatie. Vanuit de eigen kring maken de belanghebbenden vervolgens de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. De overgang is onder voorbehoud van de beoordeling door De Nederlandsche Bank.

Vorbereiden op terugkomst Trump noodzakelijk

De kans dat Donald Trump opnieuw president van de Verenigde Staten wordt, heeft nu al grote gevolgen voor de internationale conflicten die de wereld op dit moment teisteren. ‘De wereld houdt feitelijk zijn adem in, maar heeft geen andere optie dan zich zo goed mogelijk voor te bereiden op een tweede termijn voor Trump.’

Door Joost van Mierlo

Aan het woord is Peter Trubowitz, Amerikaans academicus en Hoogleraar Internationale Betrekkingen aan de London School of Economics (LSE). De aanleiding voor het gesprek met Financial Investigator zijn recente uitspraken van presidentskandidaat Donald Trump, waarin hij de Russische president Vladimir Poetin oproep om NAVO-landen binnen te vallen die niet voldoende geld alloceren aan hun defensie.

De oproep is inzet van een discussie in de Verenigde Staten waarin vraagtekens worden gezet bij de manier waarop het land aankijkt tegen internationale conflicten. De discussie wordt voor een deel gevoed door uitlatingen van Trump, maar leeft breder. Trubowitz: ‘De grote oorlogen van de afgelopen decennia, in Afghanistan en Irak, waren aanvankelijk misschien populair, maar nu overheerst scepsis.’

Vanuit zijn glazen hoekkamer op de elfde verdieping van een nieuwe kantoorcolos op de campus van de LSE heeft Trubowitz een fantastisch uitzicht over een groot deel van Londen. Zijn bespiegelingen reiken echter verder, met een centrale rol voor de relatie tussen zijn geboorteland en China en de mogelijke gevolgen van een terugkeer van Trump als president van de VS.

Is het einde van de NAVO nabij?

‘Het hangt natuurlijk in grote mate af van de afloop van de verkiezingen dit najaar, maar het is duidelijk dat Amerikaanse bondgenoten zich zorgen moeten

maken. Niet alleen in Europa, maar ook in Azië.

De opmerkingen van Trump over de NAVO zijn natuurlijk zorgwekkend. Dat geldt temeer omdat Trump al vanaf de jaren negentig kritiek heeft geuit op de NAVO. Sinds die tijd, ruim voor zijn actieve betrokkenheid bij de politiek, heeft hij er voortdurend op gehamerd dat de Amerikaanse bondgenoten geen fatsoenlijke bijdrage leveren.

Ze profiteren volgens hem van de bereidheid van de VS om de veiligheid in Europa en feitelijk de hele wereld te garanderen en stellen daar te weinig tegenover. Het is volgens Trump een vorm van minachting. De Verenigde Staten krijgen te weinig terug voor wat ze leveren. Hij ziet het als een slechte deal en daar houdt hij nu eenmaal niet van.’

Heeft hij enigszins gelijk?

‘De kritiek over de bijdrage van de verschillende NAVO-landen is niet nieuw. Die hoorde je zelfs al in de jaren van de Koude Oorlog. Het was de regering van Barack Obama die NAVO-partners in 2014 opdroeg om ten minste 2% van het nationale inkomen te besteden aan defensie. Het Verenigd Koninkrijk doet dit, maar landen als Duitsland blijven ver achter. Dat is een doorn in het oog van de VS.

Maar er zijn natuurlijk grote verschillen. De regeringen van Obama en Biden beschouwen landen die tot de NAVO behoren als partners. Dat is geen

‘Trump denkt in termen van transacties. Je neemt en geeft met het doel er zelf beter van te worden.’



CV

Peter Trubowitz

Peter Trubowitz is sinds 2013 Hoogleraar Internationale Betrekkingen aan de London School of Economics en sinds 2015 Directeur van het Phelan United States Centre aldaar. Trubowitz studeerde aan Clark University in Massachusetts en promoveerde in 1986 aan de MIT aldaar. Hij was jarenlang Hoogleraar Internationale Betrekkingen aan de University of Texas in Austin voordat hij naar Londen kwam. Hij heeft verder gedoceerd in onder andere China en Mexico. Zijn meest recente boek is *Geopolitics and Democracy* (2023) dat hij samen schreef met Brian Burgoon, Hoogleraar Politieke Wetenschappen aan de Universiteit van Amsterdam.

vanzelfsprekendheid voor Trump. Dat is de reden dat er serieuze vrees bestaat voor zijn terugkeer. Maar mocht hij terugkeren, wil dat niet zeggen dat er meteen een einde komt aan de NAVO. We weten immers dat hij, meer nog dan de meeste andere politieke leiders, zich zorgen maakt over zijn eigen reputatie. Het zou voor hem niet goed zijn als Poetin een ander Europees land aanvalt.

Op dit moment is de nationale veiligheid geen belangrijk aandachtspunt in de VS. Het gaat in de eerste plaats om immigratie, vooral vanuit Mexico, en meteen daarna om de economie. Uit peilingen blijkt dat er nog wel steun is voor de NAVO, ook al is het een onderwerp waar niet iedereen direct wakker van ligt.

Trump heeft aangegeven dat hij de oorlog in Oekraïne binnen 24 uur kan oplossen. Geloof u hem?

‘In de eerste plaats moeten we vaststellen dat Trump, ook al is hij nog geen president en het natuurlijk nog maar de vraag is of hij dat ook wordt, nu al grote invloed heeft op de oorlog in Oekraïne. Het is dankzij het verzet en de invloed van Trump dat de wapenleveringen zijn vertraagd. En bij Poetin zie je dat hij het conflict in ieder geval wil laten voortduren tot de Amerikaanse verkiezingen. Hij weet dat hij een veel sterkere onderhandelingspositie heeft als Trump aan de macht zou komen.

Trump zou de duimschroeven aandraaien voor Kiev. Die zouden meer concessies moeten doen dan waar ze toe bereid zijn. Het zal voor een belangrijk deel van de andere Europese landen afhangen of de druk voldoende is. Het zal in ieder geval betekenen dat de Europese landen een groter deel van de benodigde wapens moeten leveren

of dat in ieder geval financieren.

Het is een discussie waar de Franse president Emmanuel Macron feitelijk op vooruitloopt door te suggereren dat er Europese soldaten actief moeten worden in Oekraïne. Die discussie zal alleen maar urgenter worden als Trump wordt gekozen.’

Heeft Trump het niet veel te druk met al zijn rechtszaken om zich te bekommeren over dat soort zaken?

‘Integendeel. Het is duidelijk dat Team Trump aanzienlijk beter is voorbereid dan in 2016. Toen kwam zijn winst ook voor hemzelf als een grote verrassing. Het bleek dat hij niet goed had nagedacht over wie welke positie zou moeten gaan vervullen. Het zorgde ervoor dat in ieder geval op de ministeries van Buitenlandse Zaken en Defensie tal van posten bezet werden door personen die ik zou willen beschrijven als ‘adults in the room.’

Nu zijn er plannen om die ministeries op te schudden en zijn er groeperingen als de conservatieve denktank The Heritage Foundation die nu al aan de concrete invulling van strategische initiatieven werken. Nee, mocht hij aan de macht komen, dan krijgt deze regering een veel Trump-achtiger signatuur dan de vorige regering.’

Niet alleen in Europa wordt geanticipeerd op Trumps mogelijke herverkiezing. Hoe zit het met Azië en met name China?

‘De relatie met China is de afgelopen decennia snel belangrijker geworden voor de VS. Dat staat eigenlijk los van de twijfel die is gerezen over de rol die de VS in de regio zou moeten spelen. Als het om China gaat, wordt vooral gekeken naar de situatie rond Taiwan. President >

‘Uit onzekerheid over de Amerikaanse positie verstevigen sommige landen de banden met China.’

Biden heeft de afgelopen maanden diverse malen gezegd dat hij Taiwan te hulp zou komen, mocht er sprake zijn van een invasie door China. Hij werd daarover min of meer teruggefloten door overige bewindvoerders, want het is nu eenmaal in strijd met de officiële Amerikaanse politiek om niet militair in te grijpen. Biden mag dan oud zijn, maar als hij zoiets vier keer zegt, is het duidelijk wat hij bedoelt.

De positie van Trump is veel minder helder. Ik denk dat het belangrijkste is om te constateren dat Trump in termen van transacties denkt. Je neemt en geeft met het doel er zelf beter van te worden. Daar kan Xi Jinping iets mee.

Trump heeft bijvoorbeeld bedreigd om nieuwe importheffingen voor China, tot wel 60%, in te voeren als hij aan de macht komt. Het is mogelijk dat China op handelsgebied concessies doet met het oog op concessies van de VS ten aanzien van Taiwan. Niet dat dit meteen tot een goedkeuring voor een invasie zal leiden, maar het is mogelijk dat Trump de Amerikaanse wapenexport naar Taiwan zal verminderen.

Dat is het positieve voor China als over Trump wordt gesproken. Maar Xi weet natuurlijk ook dat hij wispelturig is. Dat is iets waar hij, en trouwens geen enkele buitenlandse leider, op zit te wachten. Zelfs Poetin heeft aangegeven dat hij de zekerheid rond Biden verkiest boven de onzekerheid rond Trump, al denken de meeste mensen dat Poetin vrij zeker kan zijn over wat hij van Trump kan verwachten.

Wat doen andere Aziatische landen?

‘Je ziet twee ontwikkelingen. Aan de ene kant zie je dat sommige landen, uit onzekerheid over de Amerikaanse positie, de banden met China verstevigen. Dat geldt bijvoorbeeld voor Vietnam, dat niet direct een bondgenoot is van de Verenigde Staten, maar toch zeker een partner.

Tegelijkertijd zie je dat bondgenoten als Japan, Zuid-Korea en Australië de onderlinge relaties versterken. In het

geval van Japan betekent het bijvoorbeeld ook dat de defensiebegroting wordt verhoogd. Het is allemaal

een gevolg van de oplopende spanning in de regio.’

En dan hebben we natuurlijk de huidige crisis in het Midden-Oosten.

‘Ook daar zie je druk ontstaan als gevolg van een mogelijke herverkiezing van Trump. De Israëlische premier Benjamin Netanyahu doet feitelijk hetzelfde als Poetin. Hij probeert de situatie zo lang mogelijk te rekken. Hij heeft immers het vermoeden dat hij coulanter zal worden behandeld door Trump, als die gekozen wordt.

Biden heeft niet de behoefte om zijn wil aan Israël op te leggen. Dat ligt electoraal te gevoelig. Hij lijkt aan te sturen op een soort van vredesconferentie waar met tal van landen afspraken worden gemaakt. Vooral Amerikaanse jongeren vinden het nodig dat er gewerkt wordt aan een oplossing. En die jongeren zijn cruciaal voor Biden bij de komende verkiezingen.’

Hoe schat u de uitslag van de verkiezingen in?

‘Trump heeft volgens alle peilingen een soms aanzienlijke voorsprong. Men zou dan ook erg dom zijn om geen rekening te houden met winst voor hem. Maar het is zeker geen gelopen race. Er zijn omstandigheden die duidelijk in het voordeel van Biden wijzen. In de eerste plaats heeft Biden aanzienlijk meer geld verzameld dan Trump. Ten tweede heeft Biden het voordeel dat hij de zittende president is. Hij kan allerlei politieke beslissingen nemen om zijn profiel op te poetsen, zelfs als het Congres weigert mee te werken.

Daarnaast kan de economie een rol gaan spelen. Er lijkt sprake van economisch herstel. Dat vertaalt zich altijd met een zekere vertraging in het consumentenvertrouwen, maar misschien komt het voor Biden net op tijd. En ten slotte zijn er de rechtszaken tegen Trump. Als hij in

een van de lopende zaken wordt veroordeeld, zal hij een deel van de steun van conservatieve kiezers verliezen. Sommigen spreken over 30% van de aanhang. Dat zou cruciaal zijn.’ ■

‘Op dit moment is de nationale veiligheid geen belangrijk aandachtspunt in de VS.’

Ook de financiële puzzel moet gelegd worden

De omvang van de financiële opgave voor de Nederlandse woningmarkt is geen mysterie. Schattingen wijzen op een investeringsbehoefte van ongeveer € 400 miljard. De vraag hoe we dit benodigde kapitaal gaan mobiliseren, blijft nog altijd onbeantwoord.

Voorals in het middensegment van de woningmarkt, waar de druk het grootst is, zijn woningcorporaties en institutionele beleggers aan zet om de benodigde investeringen te doen. Zij zijn opgesteld voor de realisatie van zo'n 175.000 woningen in het middensegment. Dat is een investering van ruwweg € 60 tot 70 miljard als we uitgaan van een gemiddelde woningprijs van € 350.000 tot € 400.000.

Woningcorporaties geven aan dat het vrijgekomen geld door de afschaffing van de verhuurdersheffing bij lange na niet toereikend is voor de benodigde investeringen voor nieuwbouw én verduurzaming. Zij pleiten daarom voor afschaffing van de Vpb en de Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD). Maar dat betreft geld dat niet zomaar beschikbaar is op de Rijksbegroting.

Institutionele beleggers hebben de afgelopen jaren gemiddeld 9.000 huurwoningen per jaar toegevoegd aan de woningmarkt, voornamelijk in het middensegment. Dat aantal willen ze blijvend toevoegen en liever nog vergroten. Omdat zij onder marktcondities werken, hangt hun investeringsbereidheid nauw samen met het investeringsklimaat. Pensioengeld kan immers alleen een weg naar de woningmarkt vinden als het financieel haalbaar is binnen een stabiel investeringsklimaat dat kansen biedt en stimuleert. Dit geldt zowel voor Nederlandse pensioenbeleggers als voor internationale (institutionele) beleggers.

De rol van internationaal kapitaal mag niet worden onderschat. Het speelt een bepalende rol in het aanvullen van binnenlands vermogen, waardoor het in financiële zin mogelijk wordt te versnellen. Internationaal kapitaal moet daarom een duidelijke plek krijgen in de financiële paragraaf van het te voeren woningmarktbeleid, het is van onschatbare waarde in deze complexe situatie.

Ondanks dat de minister de noodzaak van externe investeringen erkent, blijft er op dit punt politieke verdeeldheid bestaan. Sommige partijen blijven investeerders als een bedreiging zien en zijn al helemaal terughoudend om buitenlandse investeerders een rol te laten spelen op de woningmarkt. Deze verdeeldheid ondermijnt niet alleen de urgentie van het probleem, maar belemmert ook de ontwikkeling van effectief beleid. Want de enige weg naar oplossingen is beleid dat stimuleert en internationaal concurrerend is. Om de financiële puzzel van de Nederlandse woningmarkt op te lossen, zijn doortastende beleidsmaatregelen nodig die investeringen stimuleren en samenwerking tussen publieke en private partijen bevorderen.

We kunnen niet langer wegstappen van de complexiteit van de financiële kant van het probleem. We moeten het beest in de bek kijken. Quick fixes zijn een illusie. Onzekerheid is een rem die tot stilstand leidt, en stilstand is geen optie als we de woningnood serieus en duurzaam willen aanpakken. Het is essentieel dat we afstappen van verdeeldheid en dat we beleid ontwikkelen dat stimuleert in plaats van remt en dat alle partijen aanmoedigt om hun rol te spelen bij het oplossen van deze crisis, zowel binnenlandse als buitenlandse beleggers. Alleen dan kunnen we een betere Nederlandse woningmarkt creëren waarin iedereen een veilig en betaalbaar thuis kan vinden. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN



Beleggingsrisico's pensioentransitie worden onderschat

Pensioenfondsen zijn momenteel vooral bezig met de operationele kant van het nieuwe pensioenstelsel. Maar er zijn meer uitdagingen, bijvoorbeeld hoe om te gaan met de risico's van eventuele marktschokken vlak voor de transitie. Financial Investigator sprak met Robert Kavanagh, Head of Investment Solutions bij True Partner Capital, en Martin Korst, Senior Manager Banking & Markets bij Northern Trust, over de vraag hoe pensioenfondsen zich het beste tegen deze risico's kunnen beschermen.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Er is vanwege de aanstaande transitie van het pensioenstelsel veel om bij stil te staan. Welke prioriteiten moeten pensioenfondsen stellen?

Martin Korst: 'De transitie brengt inderdaad veel uitdagingen. Het is in eerste instantie belangrijk je daarvan bewust te zijn. Wat wij merken, is dat pensioenfondsen nog met name bezig zijn met de operationele kant, en dan vooral met de aanpassingen op het gebied van de administratie en de governance. Er is nog weinig aandacht voor de veranderingen in de beleggingsportefeuille, terwijl die volgens ons juist prioriteit zouden moeten hebben. We zien verschillende soorten beleggingsrisico's opduiken, waarvan er een aantal non-lineair zijn. Het is nu de tijd om daarover na te gaan denken. Op zijn minst staat de reputatie van het pensioenfonds op het spel als er straks geen weloverwogen beslissingen zijn genomen. Gezien onze ervaring op dit gebied werpen wij ons hier graag op als 'thought leader.'

Is er daarom een strategische samenwerking tussen Northern Trust en True Partner Capital tot stand gekomen?

Korst: 'Inderdaad, True Partner Capital is opgericht door een aantal voormalige Nederlandse optiehandelaren van Saen Options en IMC. Zij hebben een mooie calculatiemachine gebouwd, als ik het zo mag noemen, waarin allerlei beleggingsscenario's, inclusief alle risicostatistieken, kunnen worden doorgerekend. De reden waarom wij bij hen uit-

kwamen, was niet alleen vanwege hun kennis van derivaten en hun liquide 'absolute-return strategies', maar ook vanwege hun state-of-the-art scenarioanalyses. Maar wellicht nog wel het belangrijkste is hun ervaring met het uitdenken, implementeren en vervolgens monitoren van diverse risicoafdekkingen, met name ook van de staartrisico's: tail hedges. Deze expertise zien we niet snel terug bij partijen zoals Northern Trust, die vooral expertise hebben in het beheren van fondsen en mandaten en in transitie- en overlaymanagement.'

Robert Kavanagh: 'We werken inmiddels anderhalf jaar samen en hebben gezamenlijke research-rapporten geschreven. We hebben complementaire expertises in het ondersteunen van pensioenfondsen om een soepele transitie naar het nieuwe stelsel te bewerkstelligen. Onze ervaring met Amerikaanse pensioenfondsen is daarbij behulpzaam. In het verleden hebben Amerikaanse pensioenfondsen vaker dan de Nederlandse tail hedges toegepast, deels vanwege de verschillen in dekkingsgraad en asset allocatie, en deels omdat zij hierin strategische waarde zien op de lange termijn. Nederlandse pensioenfondsen hadden doorgaans het beleid om marktschokken uit te zitten. Echter, de aanstaande pensioentransitie behelst een specifiek waarderingmoment voor Nederlandse pensioenfondsen, alsmede veranderingen in de beleggingsportefeuilles. Dat betekent dat marktschokken grotere langetermijnconsequenties kunnen hebben. Daar- >



CV

Robert Kavanagh

Robert Kavanagh, CFA, is Head of Investment Solutions bij True Partner Capital en werkt samen met de klanten en de portefeuillebeheer- en onderzoeksteams van het bedrijf. Voordat hij in 2019 bij True Partner Capital kwam, werkte hij 15 jaar bij Goldman Sachs Asset Management als Executive Director in het team Alternative Investments & Manager Selection.

om zijn de tools om tail risks te beoordelen en te managen belangrijker dan ooit voor Nederlandse pensioenfondsen.'

Wat is het grootste beleggingsrisico waarmee pensioenfondsen bij de pensioent transitie worden geconfronteerd?

Kavanagh: 'Een belangrijk risico is dat van grote schommelingen in de financiële markten. Dit risico is extra relevant vóór de transitie. Indien vlak voor de transitie een schok plaatsvindt, kan dat immers ingrijpende gevolgen hebben. In het geval van verliezen in de portefeuille zouden deelnemers in het nieuwe systeem veel minder kapitaal ontvangen en voor velen zouden deze verliezen worden ingelockt aangezien hun portefeuilles worden aangepast in de transitie.'

Zo zouden jongere deelnemers, met een langere beleggingshorizon, waarschijnlijk meer naar een return-seeking portefeuille migreren, terwijl deelnemers die bijna met pensioen gaan waarschijnlijk een defensievere portefeuille krijgen. Ook de omvang van langetermijnrentehedges zou afnemen. Als verliezen worden ingelockt, kan dit langetermijngevolgen hebben voor de deelnemers.

Tevens kunnen fondsen dan wellicht geen solidariteitsreserve opbouwen of benadeelde cohorten compenseren. Sommige fondsen – talloze in het geval van een ernstige marktschok – zouden bij een te lage dekkingsgraad überhaupt de transitie niet kunnen maken. Voor veel fondsen zal het vertragen van de transitie negatieve gevolgen hebben voor de deelnemers en leiden tot hogere operationele kosten. Daardoor zien we verscheidene Nederlandse pensioenfondsen tail hedges overwegen in de aanloop naar de transitie om deelnemers te beschermen tegen potentieel zeer negatieve uitkomsten.

Het proces om tot zo'n hedge te komen is overigens uitgebreid. We willen de klant eerst goed begrijpen door te beginnen met scenarioanalyses en gesprekken over de precieze behoeften aan risicomitigerende strategieën. We willen vaststellen dat hedges de juiste oplossing zijn en waarde toevoegen voor de klant. Het heeft overigens geen zin om alle risico's weg te hedgen, maar het is prudent om

de risico's die men bereid is te nemen te onderkennen en de risico's die men niet bereid is te nemen te hedgen. In het geval van een

marktschok denken wij dat pensioenfondsen willen kunnen terugkijken in de wetenschap dat zij op dat gebied proactieve stappen hebben genomen.'

Wat voor risico's zien jullie nog meer? Krijgen de diverse leeftijdscohorten bijvoorbeeld te maken met verschillende soorten risico's?

Korst: 'Een van de nieuwe aspecten voor een pensioenfonds is het fenomeen van leeftijdscohorten. In het huidige systeem creëert de nadruk op pensioenverplichtingen een hoge rentegevoeligheid, met name voor jongere deelnemers. Dit heeft als gevolg dat fondsen veelal obligaties houden om die gevoeligheid af te dekken, ondanks de lange tijdsch horizon van jongere deelnemers, terwijl deelnemers die dicht bij hun pensioen zijn wellicht meer beleggingsrisico lopen dan zij zouden wensen, aangezien alle deelnemers dezelfde portefeuille delen.'

In het nieuwe systeem worden de beleggingen van de deelnemers gemanaged in een lifecycle-systeem waarin de beleggingsrisico's worden afgestemd op hun risicoprofiel, bijvoorbeeld de mate waarin een deelnemer met een langetermijnhorizon kan beleggen. Dit betekent dat relatief jongere deelnemers een grotere allocatie hebben naar beleggingen met een hoger risico, zoals aandelen, die kleiner wordt naarmate hun pensionering dichterbij komt, waarmee de portefeuille geleidelijk defensiever wordt.

In het nieuwe systeem valt de dekkingsgraad als sturingsmechanisme van de portefeuille weg. Afhankelijk van de precieze samenstelling van de leeftijdscohorten kan de huidige beleggingsportefeuille van een pensioenfonds afwijken van het totaal van alle beoogde individuele portefeuilles. Dat brengt een transitierisico met zich mee. Pensioenfondsen moeten nadenken over de momenten waarop ze de transitie willen doen. Om marktimpact te vermijden, moet nagedacht worden over de stappen per pensioenfonds, maar wellicht ook van alle Nederlandse fondsen tezamen. Bij voorkeur doen ze de transitie niet met zijn allen tegelijk op het laatste moment. Ook zal het zeker een uitdaging zijn om het geheel aan transities van de

CV

Martin Korst

Martin Korst is Senior Vice President Banking & Markets Client Solutions bij Northern Trust en leidt er de Banking & Capital Markets-initiatieven in continentaal Europa. Daarvoor was hij acht jaar Client Executive. Tijdens zijn 23-jarige carrière vervulde hij diverse senior functies in sales & relatiemanagement, onder meer bij The KyteGroup in Londen en InterOptions Brokerage.

Wat kunnen CIO's en bestuursleden van pensioenfondsen doen om de risico's in te schatten en te beperken?

Korst: 'Er wordt zoals gezegd vooral gesproken over de operationele kant van de transitie. Daarvoor worden ook plannen bij DNB ingediend. Onze suggestie is om ook naar de beleggingsrisico's te kijken en naar hoe het fonds zich daartegen kan beschermen. Het is verstandig advies in te winnen over mogelijke scenario's bij verschillende partijen. Er bestaat immers niet één waarheid. Wat betreft het beschermen van risico's begrijpen besturen de strategieën op dit moment vooral in grote lijnen. Er moet tijd worden genomen om de details goed te doorgronden. Het gaat overigens niet alleen om scenario's en het vervolgens uitdenken van de daarbij behorende beschermingsstrategieën. Het gaat ook om het opzetten van een kader over wat je moet doen op het moment dat die bescherming door marktomstandigheden verandert. Wanneer en hoe bouw je die bescherming dan weer af? Daar moet van tevoren over worden nagedacht.'

Kavanagh: 'Educatie is belangrijk, maar wij denken ook dat de expertise van pensioenfondsen soms weleens wordt onderschat. Pensioenfondsen nemen al tientallen jaren ingewikkelde beslissingen over asset allocatie, rente- en valutahedges, duurzaamheid en omtrent verscheidene individuele beleggingen.

Sommige optiestructuren zijn eigenlijk heel simpel, terwijl andere complex zijn. Putopties kunnen bijvoorbeeld de portefeuille beschermen als de markt onder een bepaald niveau komt. Zoals met vele beleggingen kan gespecialiseerde hulp de resultaten verbeteren. Met een relatief korte periode tot de transitie kunnen veel optiestructuren ook worden opgezet met behulp van beursgenoteerde instrumenten. En op dit moment zijn, door de lage volatiliteit in de markt, vooral aandelenopties erg goedkoop, namelijk niet ver van hun historische lows. Zo liggen voor Europese aandelen de kosten van een bescherming van de portefeuille momenteel ruim beneden het dividendrendement. We willen dan ook CIO's en fondsbestuurders aanmoedigen samen te werken met specialisten, zoals onze beide organisaties, om scenario-analyses te doen en mogelijke hedges te onderzoeken.' ■



portefeuilles eerlijk te laten plaatsvinden over alle leeftijdscohorten. Daar zitten nog wat politieke zorgen en naar onze mening is dit zelfs de grootste uitdaging van de aanstaande stelselwijziging.'

Kavanagh: 'Verschillende leeftijdscohorten hebben verschillende risico's. In de eerste plaats zijn de beleggingen in het nieuwe systeem waarschijnlijk beter afgestemd op de doelstellingen van de diverse leeftijdscohorten. Voor sommige betekent dit aanzienlijke aanpassingen in de portefeuille. Op de transitiedatum worden alle beleggingen en verplichtingen van het huidige systeem berekend, om die vervolgens te vertalen naar kapitaalwaarden voor de individuele deelnemers in het nieuwe systeem. De resultaten daarvan zijn gevoelig voor wat er tussen nu en de transitiedatum op de financiële markten gebeurt.

Ten tweede moet er bij eventuele afdekking van risico's ook gedacht worden aan de verschillende leeftijdscohorten. Verschillende marktomstandigheden hebben namelijk elk een andere impact op de diverse leeftijdscohorten, zowel door de impact op het fonds in het algemeen als via de waardering van de pensioenverplichtingen van iedere deelnemer, een berekening die gevoelig is voor de rentestructuur.

Hoe werkt bijvoorbeeld een renteafdekking uit voor de verschillende cohorten? Maatregelen die de dekkingsgraad beschermen, maar andere factoren niet meewegen, kunnen ongunstig uitpakken voor sommige leeftijdscohorten. Hedges die zowel de dekkingsgraad als de beleggingen beschermen, kunnen gunstiger uitvallen. De afdekkingen moeten een gezonde trade-off tussen de diverse belangen vertegenwoordigen.

Het derde grote risico is de fysieke beleggingstransitie zelf. Die moet, zoals gezegd, goed gepland worden om marktimpact te minimaliseren. De transitie van portefeuilles is de expertise van Northern Trust. Zij weten hoe de transitie het beste kan worden uitgevoerd en welke stappen wanneer het beste kunnen worden gezet. Vervolgens kunnen we samenwerken om te bereiken dat de hedges en het portefeuille-transitieplan naadloos op elkaar aansluiten.'

Kwetsbaarheid als kracht

Het is de kunst kansen voor mensen en voor de organisatie te laten samenvloeien. Financial Investigator sprak met Philippe Wits, CEO van Lifetri.

Door Lies van Rijssen

Bij ploegen en oogsten is het resultaat direct zichtbaar. Op de middelbare school dacht ik nog dat ik boer zou worden. Ik had vaak en met groot plezier op de boerderij van mijn oom in Frankrijk gewerkt, de broer van mijn moeder die Française is. Uiteindelijk leek het boerenleven me toch te eenzijdig. Ik ben toen Economie gaan studeren in Amsterdam. Een traineeship bracht me bij Fortis, een organisatie met een enorme groeiambitie. Ik mocht me richten op beleggen, bankieren en verzekeren. Ik bleek daar aanleg voor te hebben en bleef.

De financiële sector doet ertoe en kan impact maken. We zorgen ervoor dat mensen risico's kunnen lopen, een huis kunnen kopen. Door Fortis werd ik vrij snel uitgezonden naar MeesPierson. Daar mocht ik handelaren in commodities gaan financieren: koffie, cacao, tarwe, soja. Op een suikerplantage in Brazilië vroeg ik een boer hoe de keten in elkaar zat. Ik zag hoe wij als bank een schakel waren in het lange proces naar het pak suiker dat uiteindelijk voor 99 cent in de supermarkt ligt. Cijfers waren belangrijk, maar wat er allemaal achter zat – de keten – bleek minstens zo belangrijk. MeesPierson was een van de beste commodity bankiers in de wereld vanwege de mensen die er werkten. Die waren heel goed in hun vak, van de backoffice tot de bedrijfstop. Mijn interesse voor de keten is de rode draad in mijn carrière geworden.

Mijn werk voor MeesPierson bracht me ook naar Azië, waar ik een tijdlang heb gewoond met mijn gezin. Wát een mooie tijd. Maar ik liep ertegenaan dat commodity-financiering wel heel gespecialiseerd is. Daar wordt je blikveld op den duur niet breder van. Via een vriend kwam ik bij Fortis Verzekeringen, waar ik een concept moest

introduceren dat ik nog niet kende: lean. Kort gezegd staat dat voor: 'Stel de klant en de medewerkers centraal en zorg als manager dat de medewerkers hun werk zélf kunnen verbeteren.' Dat concept, dat werd toegepast in fabrieken zoals Scania Nederland, was nieuw in kantooromgevingen.

Hoe maak je zichtbaar wat het werk allemaal inhoudt? Hoe stel je de mensen die het uitvoeren centraal? Daar, bij Fortis Verzekeringen, later a.s.r., heb ik vijf jaar leidinggegeven aan grote veranderprogramma's en daarbij ook 'het nieuwe werken' geïntroduceerd, met veel thuiswerken. Een inspirerende periode waarin ik me wel steeds vaker ging afvragen waarom het topmanagement niet deed wat de werkvloer zich allang had eigengemaakt. Daar raakte ik uiteindelijk tamelijk gefrustreerd over.

Toen Citigroup in Londen me vroeg om lean uit te rollen over de ongeveer 65.000 mensen in hun kantoren in EMEA heeft mijn vrouw, die mijn frustraties zag, me stevig bevraagd: waarom zou ik dat willen doen als het plezier weg was? Ik kwam toen in gesprek met Ardanta, de uitvaartverzekering van a.s.r., en stapte over, om zélf te gaan managen. Bij Ardanta zette ik het binnenhalen van nieuwe klanten stop – we hadden er al heel veel – en verplaatste ik de focus naar de wensen van de bestaande klanten.

Als je nadenkt over je leven en over je dood, wat is dan echt belangrijk voor je? Een uitvaartverzekering alleen gaat dat niet oplossen. Dat leverde zoveel tractie, dat klanten soms klaagden dat ze niets bij ons konden kopen naast hun verzekering. Intussen gaven de mensen op de werkvloer me het signaal dat werken in een closed

‘De meeste bedrijven ontwerpen werkprocessen en draperen daar mensen omheen.’

CV

Philippe Wits

Philippe Wits studeerde Economie aan de Universiteit van Amsterdam. Sinds 2019 is hij CEO van Lifetri Groep (pensioen-, uitvaart- en overlijdensrisicoverzekeringen). Wits was eerder werkzaam bij Fortis/MeesPierson, a.s.r. en Ardanta. Hij heeft veel ervaring als verandermanager.



book-markt, waar geen polissen meer verkocht werden, geen boeiende werkomgeving was. Door mensen op de werkvloer zelf de kans te geven product- en procesverbeteringen door te voeren, heb ik dat beeld gedraaid. Dat inzicht heb ik ook toegepast in het levenbedrijf van a.s.r.

Na 11 jaar bij a.s.r. kwam Lifetri op mijn pad. De aandeelhouder wilde investeren in verzekeringen. Mijn voorwaarde om over te stappen was dat de aandeelhouder zich voor langere tijd zou verbinden en mij de kans zou geven het bedrijf naar mijn inzichten in te richten en het service book-concept te implementeren. Hier zit ik nu middenin.

De meeste bedrijven ontwerpen werkprocessen en draperen daar mensen omheen. Ik probeer hier een bedrijf in te richten waar mensen centraal staan die zelf de processen mogen ontwikkelen. Dat is een groot thema in mijn werk. Een ander thema is dat wij proberen pensioenfondsen voor óns te laten kiezen. Hoewel dat nu een aantal keren gelukt is, zijn we nog vrij onbekend. Onze propositie verschilt ook nogal van die van andere aanbieders. Wij zijn een beetje de Bol.com van 15 jaar geleden, die beloofde pakketjes aan de deur te bezorgen. Wij bieden andere diensten aan en hebben een volledig legacy-vrij IT-systeem. Maar hoe doe je dat in een sector die hecht aan traditie en zeer zorgvuldig zijn afwegingen maakt? Kiezen voor the new kid on the block is dan bijna wezensvreemd.

Vertrouwen bouwen en vertrouwen houden, zie ik momenteel als de grote ontwikkeling in de financiële sector. Net als de toename van regulering en toezicht. Ook daarvan is het doel het vertrouwen in

de sector te behouden. Tegelijk zie ik dat steeds meer financiële instellingen zelf meaning en purpose willen geven aan hun bedrijf vanuit de insteek het goede te willen doen voor hun klanten. Ook als niemand kijkt.

Diversiteit en inclusie zijn cruciaal voor een goede bedrijfsvoering. Ik probeer het bedrijf in te richten vanuit de kwaliteiten van mensen en de kracht van een collectief. Het concept van collectief leiderschap, waarbij we iemand een profiel geven dat gebaseerd is op de kwaliteiten die dit mens in zich heeft en die kwaliteiten hier kan ontwikkelen, staat hierbij centraal. Collectief leiderschap betekent ook dat wanneer het niet mijn moment is om leider te zijn, iemand anders, wiens moment het wel is, naar voren stapt. Mijn kwaliteit is dat ik mensen kan inspireren, overzicht kan behouden en vanuit gevoel en intuïtie kan acteren. Maar als het moment vraagt om iemand die heel precieze instructies kan geven, dan moet iemand anders dat doen. Precies langs die weg geef ik diversiteit en inclusie op een natuurlijke manier de ruimte. En natuurlijk is het de kunst kansen voor mensen en voor de organisatie te laten samenvloeien.

Vóór mijn overstap in 2011 naar Ardanta dacht ik dat slimheid, mijn cijfermatige instelling, analytisch vermogen en overtuigingskracht mijn sterkste kwaliteiten waren. Dat zijn kwaliteiten, maar ik ontdekte later dat ik veel krachtiger ben als ik durf te vertrouwen op mijn gevoel en intuïtie en erin slaag mijn hart te laten spreken. Dat

is het belangrijkste inzicht dat ik in mijn werk heb opgedaan. Dat betekent ook mijn kwetsbaarheid tonen en het effect daarvan kennen. Kwetsbaar is niet hetzelfde als zwak. Kwetsbaar is bijvoorbeeld durven zeggen: 'Ik ben hier >

'Kwetsbaar is bijvoorbeeld durven zeggen 'ik ben hier heel goed in en ik ga dit nu doen.''

‘Vertrouwen bouwen en vertrouwen houden, zie ik momenteel als de grote ontwikkeling in de financiële sector.’

heel goed in en ik ga dit nu doen.’ En ook durven aangeven dat je iets níet kunt, hulp vragen en ruimte maken voor iemand die het talent op dat specifieke onderdeel wél heeft.

In 2011 kreeg ik een hartritmestoornis, waarvoor ik in een ziekenhuis behandeld moest worden. Ik werd me bewust van de overeenkomst tussen ziekenhuizen en financiële instellingen. Men stelde de diagnose en gaf een pilletje. Daarna zou de patiënt zich beter moeten voelen. Dat was bij mij niet het geval. Anderen hielpen me daarmee, en ikzelf ook, maar het ziekenhuis deed dat niet. Dat is daar niet op ingeregeld. Ik ben me toen gaan realiseren dat de verantwoordelijkheid om voldoende te luisteren naar mijn lichaam bij mijzelf ligt.

Ik word nog steeds wat ongemakkelijk bij de herinnering, maar wat voelde het lastig dat ze mijn project tijdens mijn afwezigheid deels aan iemand anders hadden gegeven. Heel normaal natuurlijk, want de business moest doorgaan. In een meeting lichtten ze toe waarom ze het zo geregeld hadden. Ik bleef stil, reageerde niet, voelde mijn hartslag omhooggaan, keek om me heen, stond op en liet weten dat het allemaal heel slecht voelde. Dat ik er even niet mee om kon gaan en de meeting verliet. Hoewel door mijn hoofd raasde of wat ik aan het doen was het einde van mijn carrière zou betekenen en of ik me niet heel erg zwak toonde, was het effect van deze ook voor mijzelf onverwachte actie overweldigend positief. Dat is het belangrijkste moment in mijn loopbaan geweest, omdat ik ontdekte dat in het luisteren naar mijzelf, mijn hartslag en intuïtie, een grote kracht bleek te zitten. Sindsdien luister ik goed naar de signalen van mijn lichaam. Deze ervaring heeft van mij een ander, beter en ook leuker mens gemaakt. Ik kwam trouwens niet op straat te staan.

Mijn overtuigingen in balans brengen met de impact op mijn werk en de mensen om mij heen blijft een uitdaging. Het stemmetje dat fluistert ‘pas op, zeg dat nu niet’ meldt zich geregeld. Want ik begrijp dat mijn visie niet altijd voor iedereen helder is. Mijn andere grote uitdaging is te zorgen dat mensen hun eigen kracht gaan zien, in zichzelf gaan geloven, zichzelf gaan zijn en gaan groeien. Nog een uitdaging is een purpose te creëren in dit bedrijf, het tegelijk financieel gezond te houden en de regelgeving te volgen die daar soms haaks op lijkt te staan. Soms zou je voor klanten wel dingen willen doen die schuren met de wetgeving.

Mensen drijven mij. Hen te laten groeien, impact te creëren op de maatschappij. Wat mij intrigeert, inspireert en ook zorgen geeft, is hoe

diezelfde maatschappij zich ontwikkelt. Hoe innovaties de wereld vormgeven, maar tegelijk ontwrichten. In Californië leerde ik op de Singularity University hoe allerlei hedendaagse ontwikkelingen in hun exponentiële groei veel meer facetten van de samenleving en ons leven raken dan we denken.

De invloed van social media maakt het bijvoorbeeld heel lastig om goed een mening te vormen. Te vormen, niet: te uiten. Heel veel thema’s zijn off-limits geworden. Een voorbeeld: anders dan we de afgelopen jaren gewend waren, ligt de focus van beleggers weer meer op beleggen in wapens. Hoe moeten we daarmee omgaan? We waren net gewend om verantwoord te willen beleggen. Moeten we verantwoord beleggen dan niet herdefiniëren? We willen ook niet dat Rusland hier straks voor de deur staat. Over zulke dingen zou ik graag een volwassen gesprek voeren. Dat type gesprekken vindt eigenlijk niet meer plaats in onze maatschappij. Polarisatie maakt dat vrijwel onmogelijk. Ik vind dat tamelijk beangstigend. Ik vrees dat daarin een deel van de oorzaak ligt van waarom zo veel mensen momenteel depressief zijn: 45% van alle arbeidsongeschiktheid wereldwijd komt door depressiviteit. Engeland heeft een ministerie van Zelfmoordpreventie. Depressiviteit lijkt een epidemie te worden.

Ik worstel hiermee. Hopelijk slaagt goede journalistiek erin om af en toe weer wat overzicht en rust de wereld in te brengen. ■

bankieren
kwetsbaarheid
de mens centraal
krachtimpact Lifetri
het nieuwe werken
werkprocessen Fortis
boer Citigroup MeesPierson
a.s.r. intuïtie
Ardanta

Seminar 'Climate Opportunities in Real Assets'

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

Locatie: Madurodam, Den Haag

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

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

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

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

Op **dinsdagmiddag 4 juni** van **13.15 tot 17.00 uur** zullen diverse experts ingaan op deze en andere actuele vragen tijdens het educatieve seminar over '**Climate Opportunities in Real Assets**'.

Een selectie van de experts die hun visie komen delen:

- **Anish Butani**, Managing Director, Private Markets – Infrastructure, bfinance
- **Fraser Hughes**, CEO, Global Listed Infrastructure Organisation
- **Bouwe Kuik**, Managing Director, Dynamic Credit Direct Lending NL Mede-Oprichter, bij Bouwe
- **Frans van Lanschot**, Senior Portfolio Manager, a.s.r. real assets investment partners
- **Pim Ligtvoet**, CFA, Portfolio Manager, Dynamic Credit
- **Freek Spoorenberg**, Head of Product Strategy, Infrastructure Equity, BlackRock

Registratie:

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

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

In samenwerking met:

a.s.r. real assets investment partners



De duurzame belegger voor een wereld in verandering

BlackRock



Nederlandse hypotheeken onverminderd populair

Door Bouko de Groot Fotografie Cor Salverius



Hypotheeken blijven een interessante asset class voor institutionele beleggers. Ook onder de Wtp, die wellicht een grotere behoefte aan liquiditeit met zich meebrengt. Verduurzaming van de woningvoorraad blijft een uitdaging, vooral omdat daarbij naast de E ook de S van ESG een belangrijke rol speelt.

De lage rente, de stijgende huizenprijzen en de lange rentevaste perioden hebben pensioenfondsen de afgelopen vijf tot tien jaar aangezet om in hypotheeken te beleggen. Tegelijkertijd ontstonden er vele regiepartijen om de vraag naar de asset class te faciliteren. Het afgelopen jaar is de hypotheekmarkt echter sterk veranderd door het monetaire beleid en wetgeving. Daarnaast is duurzaamheid veel belangrijker geworden en staat de Wtp voor de deur. Carolien van Eggermond besprak deze uitdagingen met negen experts.

Hoe kijken jullie als belegger aan tegen de ontwikkelingen binnen de asset class?

André van Werven: ‘Ongeacht de marktontwikkelingen blijft het een heel goede en interessante asset class. Wat het voor pensioenfondsen interessant maakt, is de aantrekkelijke spread in vergelijking met staatspapier. En dat het onder de Wtp ook interessant blijft, want op basis van de risico-opslag is er sprake van een goed overrendement, terwijl het tegelijkertijd volledig kan worden meegeteld in de matchingportefeuille voor de renteafdekking. Bovendien hebben Nederlandse woonhypotheken van oudsher een heel goede kredietwaardigheid.’

Markus Schaen: ‘Bij al onze klanten zitten de hypotheeken in de matchingportefeuille. We hebben goed gekeken naar de verschillende risico’s van hypotheeken en welke compensatie we daarvoor nodig hebben. We blijven erin beleggen zolang de spread hoger is dan de risico’s die wij zien, ofwel de risicocompensatie die we

zoeken. We hebben destijds voor een lange duration gekozen. We merken wel dat we nu bij het herbeleggen moeite moeten doen om de duration op peil te houden, omdat er door de gestegen rente minder vraag is naar heel lange hypotheeken. Maar we zien het nog steeds als een aantrekkelijke asset class.’

Martine Vissers: ‘Er is een belangrijk verschil te maken tussen een mandaat- en een fondsbelegging. In een fonds kies je vaak voor een brede exposure in hypotheeken en vertrouw je op de overwegingen van de asset manager. Een mandaat daarentegen wordt heel duidelijk afgestemd op het gekozen risicoprofiel. Er wordt eerder aan de knoppen gedraaid. Wat we daar nu zien, is dat liquiditeit mee gaat spelen. Dat was wat minder belangrijk in het verleden. Bijvoorbeeld door een combinatiebelegging waar hypotheeken en credits bij elkaar worden gezet om binnen de bandbreedte te blijven en liquiditeit te creëren en zo voor te sorteren op de Wtp.’

Jasper Koops: ‘Wij hebben vanaf het begin zoveel mogelijk flexibiliteit ingebouwd, ten aanzien van het aanpassen van de allocatie over looptijd- en risicosegmenten, maar ook ten aanzien van het formaat en exit-mogelijkheden. Een reden daarvoor was dat als regelgeving of marktomstandigheden veranderen, je op dat moment daar zo flexibel mogelijk mee kan omgaan. Wij zien meer verzoeken op het gebied van liquiditeit, dus we zien zeker ook wel wat transacties plaatsvinden. Wij zijn altijd gefocust op meerdere typen investeerders, dus niet alleen op pensioenfondsen, maar ook op banken en verzekeraars, en het liefst ook nog in het buitenland, zodat je altijd wel een doelgroep hebt die geïnteresseerd is. En dat je al die segmenten, hoewel dat niet altijd lukt, ook zoveel mogelijk kan vullen met verschillende typen beleggers.’

Evelien van Hilten: ‘Wij zien dat hypotheeken onverminderd populair blijven onder Nederlandse pensioenfondsen, onze kerndoelgroep. Hypotheeken bieden een aantrekkelijk extra rende-

Voorzitter:

Carolien van Eggermond,
onafhankelijk
beleggingsprofessional

Deelnemers:

Evelien van Hilten,
DMFCO
Jasper Koops,
Dynamic Credit
Mark Prins,
Van Lanschot Kempen
Rens Ramaekers,
Aegon Asset Management
Markus Schaen,
MN
Hikmet Sevdican,
Achmea Mortgages
Martine Vissers,
AF Advisors
André van Werven,
Bpf Levensmiddelen
Thomas Wilson,
Rabo Fund Management



VOORZITTER

Carolien
van Eggermond

Carolien van Eggermond is onafhankelijk beleggingsprofessional. Na ruim 25 jaar actief te zijn geweest in het bankwezen op het gebied van onder meer derivaten, treasury en securitisatie, werkt zij nu als Bestuurder, Toezichthouder of Adviseur bij diverse financiële instellingen. Zo is zij momenteel Bestuurder bij Bpf Bouw, Lid van de beleggingscommissie van Pensioenfonds SNS Reaal en Lid van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Notariaat.



**Evelien
van Hilten**

Evelien van Hilten is Hoofd Portfolio Management bij DMFCO, de asset manager achter MUNT Hypotheken. Daarvoor heeft ze gewerkt als Investment Manager voor Philips Pensioenfondsen en als Portfolio Manager Hypotheken en RMBS bij NNIP. Van Hilten begon haar carrière, na haar studie Algemene Economie in Leuven, als Risk Manager en is momenteel actief als intern toezichthouder bij pensioenfondsen.



**Jasper
Koops**

Jasper Koops is sinds 2013 Head of Portfolio Management bij Dynamic Credit. Hij is verantwoordelijk voor het Portfolio Management-team en richt zich op het beheer van portefeuilles met hypotheken en andere leningen. Koops heeft Quantitative Finance & Actuarial Science gestudeerd aan Tilburg University en is CFA en CIAI charterholder.



**Mark
Prins**

Mark Prins is sinds 2013 werkzaam in het Manager Research Solutions-team van Van Lanschot Kempen en is een van de team leden met extra aandacht voor duurzaamheidsintegratie in de externe beleggingen. Van 2010 tot 2013 werkte hij bij Syntrus Achmea. Prins heeft een Master in Economics en een Master in Finance van de VU Amsterdam en is CFA charterholder.



**Rens
Ramaekers**

Rens Ramaekers is Senior Investment Manager Hypotheken in het Alternative Fixed Income-team van Aegon Asset Management. Hij werkt sinds 2015 in de sector en is sinds januari 2016 Portefeuillemanager van de Nederlandse hypotheekfondsen bij Aegon Asset Management. Ramakers heeft een Master in Quantitative Finance and Actuarial Science van de Universiteit van Tilburg en is CFA charterholder.



**Markus
Schaen**

Markus Schaen is sinds 2008 werkzaam voor MN als Principal Fixed Income. Hij werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht behaalde hij zijn doctoraal diploma Bedrijfseconomie, waar hij tevens de Register Accountancy-opleiding afrondde. Ook volgde hij de postdoctorale studie Treasury Management aan de VU in Amsterdam en het Executive Pensions Program aan Nyenrode.



**Hikmet
Sevdican**

Hikmet Sevdican is sinds 11 december 2023 Directeur Hypotheken bij Achmea Mortgages. Voordat hij in dienst trad bij Achmea, was hij eindverantwoordelijk voor Rabo Fund Management en vervulde hij een belangrijke rol bij de oprichting van Vista Hypotheken in 2018. Eerder was Sevdican Managing Partner bij Dynamic Credit Partners Europe, was hij bestuurslid bij VBA en had hij verschillende fund management-rollen bij APG en Robeco.



**Martine
Vissers**

Martine Vissers is Partner bij AF Advisors. Zij houdt zich voornamelijk bezig met projecten op het gebied van investment consultancy en sustainability. Recente projecten zijn onder andere het schrijven van verschillende investment cases en het uitvoeren van manager selectie voor private markets-strategieën, implementatie van ESG en impactbeleid, evaluatie van fiduciaire managers en het opzetten van de Dutch Residential Mortgage Index.



**André
van Werven**

André van Werven is als Investment Manager verantwoordelijk voor het vermogensbeheer bij Bpf Levensmiddelen. Eerder was hij werkzaam bij MN, FMO en ABN AMRO. Van Werven behaalde zijn doctoraal Bestuurskunde aan de Rijksuniversiteit Leiden, is CFA charterholder en Certified Financial Risk Manager (FRM) en volgde het Executive Pensions Program van Nyenrode Business Universiteit.



**Thomas
Wilson**

Thomas Wilson is CEO van Rabo Fund Management en verantwoordelijk voor het aantrekken en beheren van hypotheekbeleggingen voor institutionele investeerders in Vista Hypotheken. Hij heeft meer dan 13 jaar ervaring bij Rabobank en is sinds 2022 verantwoordelijk voor de distributie-activiteiten van de bank. Wilson heeft een Master in Finance van Tilburg University en is CFA charterholder.

ment ten opzichte van staatsobligaties en swaps. Tegelijk zien we ook dat er situaties kunnen zijn waarin investeerders hun belang wat willen afbouwen of juist willen uitbreiden. We zien dat de veranderende marktomstandigheden leiden tot een actievere secundaire markt. De schaal van ons platform, waarop veel diverse beleggers actief zijn, maakt het makkelijk om dit te faciliteren. Het mes snijdt aan twee kanten: zowel beleggers die willen afbouwen als beleggers die willen opbouwen, worden sneller geholpen.’

Mark Prins: ‘Voor ons is het hybride karakter van hypotheek belangrijk, dat je zowel een matchingcomponent als een spreadcomponent hebt, en dat gaat denk ik in het nieuwe pensioenstelsel alleen maar explicieter worden. In dat opzicht is de absolute looptijd misschien iets minder belangrijk, omdat je dat in de rest van de matchingportefeuille ook kan meenemen en bijsturen. Verder zijn de klantenopties ineens heel relevant geworden. De meeneemregeling was er altijd al, alleen zagen we die niet. De afgelopen jaren wordt die juist wel gebruikt en daarmee nemen de prepayments effectief flink af. Dat heeft effect op de waardering. Voor ons is het heel belangrijk om te weten hoe vermogensbeheerders daarmee omgaan en hoe zij de rentegevoeligheid inschatten.’

Rens Ramaekers: ‘Wij zien dat na de ontwikkelingen van de afgelopen jaren, met een stijgende rente en een lagere aflossingssnelheid, investeerders nog steeds interesse hebben in de asset class vanwege de hoge spread en lage kredietrisico's. In de veranderende markt ligt er steeds meer nadruk op de optionaliteiten en liquiditeit en het is aan ons, de asset manager, om dit goed te managen. Nu wij na de fusie tussen Aegon en a.s.r. portefeuillebeheerder zijn van een nog grotere hypotheekpool, vergaren wij ook meer data en kennis over Nederlandse hypotheek, die we kunnen delen met onze klanten. Door de verschillende fondsen en mandaten aan te bieden aan onze klanten, en zowel open te staan voor forward flow als portefeuilleantransacties, hopen wij aan de verschillende wensen van de investeerders te kunnen voldoen.’

‘Wij zien dat hypotheek onverminderd populair blijven onder Nederlandse pensioenfondsen, onze kerndoelgroep.’

Hikmet Sevdican: ‘De veranderende markt biedt plek aan zowel fondsbeleggers als mandaatbeleggers. Bepaalde investeerders hebben voldoende aan de liquiditeit van fondsbeleggingen, zeker kleinere investeerders voor wie het helemaal niet nuttig is om een eigen portfolio op te bouwen omdat het weinig diversificatie biedt. Bij een mandaatinvesteerder wil je juist ook focussen op specifieke pockets. Dan moet je dus een opinie hebben over optionaliteiten die in een product zitten en over risico's die voor specifieke pockets gelden. Daar moet je veel actiever over nadenken. Het is ook een plicht van ons als manager om daar transparant over te zijn. Dus je moet een bredere vermogensbeheerder zijn wanneer je én fondsbeleggingen én mandaten faciliteert. Omdat lang niet alleen maar pensioenfondsen in Nederlandse hypotheek beleggen, is het belangrijk om in te kunnen spelen op marktonwikkelingen elders in Europa en onder andere toezichtregimes. Actuariële kennis binnen je bedrijf is daarbij key om goed op deze trend in te spelen.’ >



‘Het mooiste moment om te verduurzamen is bij de aankoop van de woning, maar dat is dan vaak niet het eerste waar de klant aan denkt.’

Thomas Wilson: ‘De afgelopen jaren is de CPR, de constant prepayment rate, een heikel punt geweest, met name door de forse rentestijging. Voor waarderingen zijn er natuurlijk verschillende manieren om naar de CPR te kijken. Zo kun je een portfolio-approach hanteren met één CPR, helemaal vlak door de tijd heen, of je kan per lening of subportefeuille differentiëren, mogelijk ook met variatie door de tijd heen. Het hangt in die keuze ook af van de homogeniteit in je portfolio en over portfolio’s heen voor verschillende investeerders. Als er tussen investeerders grote verschillen zijn, dan is het zeker nuttiger om ook af te wijken van je CPR. Vergelijk bijvoorbeeld investeerders die vooral nu in een klimaat van hoge rentes aan het opbouwen zijn met investeerders die juist een hele bulk aan hypotheek hebben uit het lage renteklimaat, dan zul je zeker een groot verschil in CPR gaan zien. Met name wanneer er verschillen in kenmerken zijn tussen verschillende portfolio’s, wat het geval kan zijn bij

mandaten, wordt het belangrijk om een onderscheid te maken in de CPR.’

De Wtp zal veel veranderen. Wat gaat de impact zijn?

Van Werven: ‘Ik denk dat de contracten niet veel uit elkaar gaan lopen en dat de allocatie naar hypotheek belangrijk blijft, ook in de solidaire premieregeling. Voor veel fondsen zal gelden dat de matchingportefeuille kleiner wordt, omdat ook de duration in de pensioenverplichtingen kleiner wordt. De meeste fondsen in de SPR laten de renteafdekking immers op latere leeftijd ingaan. Dan hangt het ervan af of je de allocatie naar hypotheek onderdeel laat zijn van je return- of van je matchingportefeuille. Bij ons fonds vallen hypotheek in de returnportefeuille. Dat is het hybride karakter van deze asset class: het zorgt voor overrendement door middel van een goede spread op een goed risico en tegelijkertijd telt het volledig mee in de renteafdekking. Dat is nu zo, onder het FTK, en dat is zeer zeker straks zo, bij de SPR.’

Schaen: ‘Bij ons is het precies de omgekeerde situatie: bij alle klanten zitten de hypotheek in de matchingportefeuille. De algemene verwachting is dat de matchingportefeuille kleiner zal worden. Maar waar er geld vanaf gaat, dat is nog niet helemaal duidelijk. Ook zouden hypotheek (deels) overgeheveld kunnen worden naar de returnportefeuille. De vraag is alleen of ze voldoen aan de overrendementsdoelstelling van de returnportefeuille. Momenteel is dat zeker niet het geval. Voor onze overrendementsdoelstelling is er dus geen plek voor hypotheek in de returnportefeuille. Dat is voor ons geen oplossing. Voor enkele klanten zijn we gestopt met het herbeleggen van de rente. We houden nu de allocatie nominaal op peil. Ik kan me wel voorstellen dat er een keer wat vanaf moet, maar ik verwacht niet dat we portefeuilles gaan verkopen, eerder dat we minder kunnen herbeleggen.’

Ramaekers: ‘Op dit moment zien we nog weinig terugtrekkende bewegingen van pensioenfondsen met hun investeringen in Nederlandse hypotheek. In de meeste



onderzoeken zien wij dat de toekomstige assetmix voor pensioenfondsen relatief onveranderd zal blijven en daarom verwachten we ook weinig beweging. Mochten er vragen komen over liquiditeit, dan kunnen we dat binnen ons platform goed faciliteren. Met de omvang daarvan is het matchen van vraag en aanbod goed mogelijk en onze fondsbeleggingen genereren naar verwachting 5% tot 10% cash per jaar, wat gebruikt kan worden om participanten uit te laten treden in deze illiquide asset class.’

Van Hilten: ‘Ik zie best wat verschillen tussen pensioenfondsen. Zo is er bijvoorbeeld discussie over het toedelen van rendementen. Dat wordt een belangrijke factor bij het bepalen van allocaties en is een discussie die veel partijen nu nog voeren. Als je bijvoorbeeld een echte risicovrije rente aan je gepensioneerden wil toedelen, dan ga je die risicovrije rente nooit halen door in swaps te beleggen. Dus je zal het moeten gaan aanvullen met andere producten en dat is juist waarvoor hypotheek altijd door pensioenfondsen zijn gebruikt. Dat blijft gewoon staan wat mij betreft. Dat de duration van de hedge korter wordt, is dan juist een voordeel: hypotheek hebben een kortere looptijd, dus is het wellicht juist interessant om de allocatie naar hypotheek te verhogen.’

Prins: ‘Wij hebben veel verschillende klanten die allemaal hun eigen keuzes maken en hun eigen deelnemersbestand hebben. Dat gaat leiden tot veel verschillende uitkomsten, maar dat is ook nu al het geval. Wij zien niet dat het één bepaalde richting opgaat, dat we bijvoorbeeld veel meer of minder hypotheek willen. Dat zal van de klantsituatie afhangen. Wat voor ons wel heel belangrijk is, is dat hypotheek een hybride karakter hebben – de spreadcomponent en de rentecomponent – en dat daar een goede attributie van beschikbaar is omdat pensioenfondsen in de SPR moeten gaan aangeven welke beleggingscategorieën (deels) gericht zijn op het genereren van besparingsrendement en met welke beleggingscategorieën (deels) beoogd wordt om overrendement te genereren. Een goede en volledige attributie van het rendement

‘Voor ons is het hybride karakter van hypotheek belangrijk, dat je zowel een matchingcomponent als een spreadcomponent hebt, en dat gaat denk ik in het nieuwe pensioenstelsel alleen maar explicieter worden.’

op de hypotheekportefeuille ten opzichte van de swaprentecurve wordt daarmee extra belangrijk.’

Vissers: ‘Hypotheek blijven een buitengewoon interessant product als je kijkt naar het risicoprofiel. Wij zien dat veel pensioenfondsen nog middenin de besluitvorming staan: wordt het solidair of flexibel? Pas daarna kijkt men naar de consequenties voor de beleggingsportefeuille. We zien daar absoluut geen homogene gedachte, want het is erg afhankelijk van het pensioenfonds, van de deelnemers en van de portefeuille die ze hebben. Dus ook ik verwacht niet dat het in totaliteit een heel grote impact zal hebben op de portefeuille. De secundaire markt gaat echter heel belangrijk zijn. Die is relatief goed ontwikkeld op dit moment, in tegenstelling tot een aantal jaren geleden.’

Koops: ‘Wij kijken wel naar hoe we binnen de asset class additionele liquiditeit kunnen aanbieden. De meeste secundaire transacties binnen onze platformen zijn whole loan-transacties waarbij gehele leningen worden overgedragen. Maar we hebben in het verleden ook een portefeuille gesecuritiseerd en gesprekken gehad over covered bonds, waar de leningen in kunnen, en over pass-through notes, die niet bij de ECB beleenbaar zijn maar wel bij banken die daar met hun repo-transacties liquiditeit willen verschaffen. Zo kijken we altijd hoe je dat kerningrediënt, de leningen, in een optimaal formaat kan gieten, afhankelijk >

‘Uit research blijkt dat binnen het spectrum van illiquide, de asset hypotheek toch het meest liquide is.’



‘Bij een flexibel contract is er een grotere kans op uitstroom en daarmee een grotere behoefte aan liquiditeit.’

van het type investeerder en de markt-omstandigheden. Maar transacties zien we momenteel met name tussen verzekeraars en banken. Pensioenfondsen willen nu op target blijven, strikter op de target-allocatie, waar in eerste instantie wat meer flexibiliteit was.’

Wilson: ‘Liquiditeit is voor een pensioenfonds belangrijk bij wijzigingen in de samenstelling van de liabilities en bij rentestijgingen. Bij een flexibel contract is er een grotere kans op uitstroom en daarmee een grotere behoefte aan liquiditeit. Het kan voor een pensioenfonds een optie zijn om een retained securitisatie te structureren, met hypotheekleningen als onderpand, om liquiditeit te kunnen verschaffen wanneer dat nodig is. Een voordeel van het beschikbaar hebben van een repo-faciliteit bij een bank is de zekerheid van de liquiditeit, mede ook omdat een bank de notes kan aanwenden om liquiditeit bij

‘Je moet vooral in de eigen woningvoorraad zorgen voor een transitie naar betere energielabels.’

de ECB op te halen, ook in tijden van stress. Er zitten echter wel bepaalde kosten aan vast en de vraag is of die interessant genoeg zijn ten opzichte van je rendement.’

Sevdican: ‘De vraag waar elke manager zich door het nieuwe pensioencontract mee bezighoudt, is: heb ik straks te maken met outflow of niet? Wat is mijn plan op het moment dat er liquiditeitsonttrekkingen zijn, op het moment dat prepayments heel laag zijn? Met minder liquiditeit moet je dan over oplossingen gaan nadenken. Bijvoorbeeld een portefeuille verkopen of tijdelijke liquiditeit genereren. In de samenwerking met Achmea Bank kijken we ook naar mogelijkheden om liquiditeit te genereren. Uit research blijkt overigens dat binnen het spectrum van illiquide, de asset hypotheek toch het meest liquide is. Wij denken daarom dat de liquiditeit en outflow op geaggregeerd niveau mee zullen vallen. Het wordt voornamelijk een verschuiving tussen beleggers of participanten in het fonds. Voor de manager dus geen alarmbel, maar wel iets om over na te denken.’

Hoe belangrijk is ESG in de portefeuille en wat zijn de uitdagingen daar?

Van Werven: ‘Wat wij als institutionele belegger willen, is voor een heel groot deel afhankelijk van wat onze pensioen-deelnemers willen. In ons fonds wordt bijvoorbeeld de S uit ESG heel belangrijk gevonden. De S in de context van hypotheek betekent dan bijvoorbeeld hoe je als hypotheeknemer om moet gaan met wanbetaling. Dat kan een pensioenfonds in een spagaat brengen: aan de ene kant wil je het kredietrisico van de portefeuille op peil houden, maar aan de andere kant willen we als fonds ook hypotheekgevers ondersteunen in geval van betalingsproblemen. Dat kan lastig zijn, maar onze deelnemers hebben het wel als één van de prioriteiten aangewezen. De E van ESG richt zich vooral op de klimaatimpact van woningen. Voor hypotheekleningen zijn dat fysieke risico's, die zijn verzekerd, en transitierisico's. Wij vragen aan onze deelnemers hoe zij hier tegenover staan en een meerderheid is van mening dat verduurzaming van de

portefeuille – indien noodzakelijk – rendement mag kosten.’

Ramaekers: ‘We moeten het ook zo groot mogelijk en samen aanpakken. Op dit moment is de totale woningvoorraad in Nederland ongeveer 8,1 miljoen. Als we kijken naar het aantal woningen in 2050, zal het merendeel van die woningen nu al om ons heen staan. Ons doel moet daarom zijn om gezamenlijk die verduurzaming in te zetten, met onze investeerders, met de huiseigenaren, om de bestaande woningvoorraad te verduurzamen. Daarbij moeten we de consument zo veel mogelijk helpen om het makkelijk te maken. Bijvoorbeeld door al bij een offerte automatisch een duurzaamheidslening mee te geven, zodat je zelfs naderhand nog tegen de consument kan zeggen ‘Je hebt nog een duurzaamheidsdepot dat je kan gebruiken om te verduurzamen.’ Kortom, het de consument zo makkelijk mogelijk maken en het samen oppakken.’

Sevdican: ‘Je moet ook nadenken over hoe je klanten een prikkel geeft om te verduurzamen. Met onze proposities willen we alle woningeigenaren helpen met het verduurzamen van hun huis, ongeacht het energielabel dat zij momenteel hebben. Wij streven naar een duurzame en inclusieve samenleving waarin we plezierig met elkaar samenleven en niemand zich buitengesloten voelt. Dat kan onder andere met een groen leningdeel, waarbij je een korting geeft als huiseigenaren verduurzamen. Het maakt dan niet uit naar welk label je gaat. Daarnaast moet de klant gefaciliteerd worden. Zij zullen namelijk minder snel zelf actie ondernemen, dus moet je een handreiking en tools bieden om te verduurzamen. Daarbij hoort ook het stimuleren van verduurzamingsadvies bij intermediairs en hoe zij dit meenemen naar de klant, zoals advies over verbetering van de carbon footprint van de woning. Als geldverstrekker heb je slechts een bepaalde span of control en die moet je benutten: geef goede productproposities met een korting, idealiter gecombineerd met een energielabel en hoe je daarnaartoe wil groeien. Om een portefeuille te construeren als investeerder, om klanten direct te helpen en het ze zo

‘Investeerders hebben nog steeds interesse in de asset class vanwege de hoge spread en de lage kredietrisico’s.’

makkelijk mogelijk te maken, maar ook om een korting te bieden wanneer ze maar € 10.000 gaan verduurzamen terwijl dat niet eens impact heeft op hun energielabel. Je moet gewoon maximaal faciliterend zijn.’

Schaen: ‘Idealiter komen de mensen die meer financiële ruimte hebben in huizen met slechte energielabels, omdat ze enerzijds de mogelijkheid hebben om de transitie te betalen of die hogere hypotheek te financieren en anderzijds een buffer hebben om eventueel hogere energierekeningen te betalen. Tegelijkertijd komen dan de mensen die een minder grote financiële buffer hebben in A-labelwoningen terecht. In de praktijk lijkt het echter eerder omgekeerd te zijn. Ik denk dat wij een bijdrage moeten leveren om de transitie mogelijk te maken. Nederland heeft een bepaalde woningvoorraad – daar komt iets bij, daar valt iets af, maar je moet vooral in de eigen woningvoorraad zorgen voor een transitie naar betere energielabels. En hoewel het voordeel van de daardoor hogere woningwaarde bij de eigenaar ligt, heeft de verstrekker dan >



‘Bij lagere energielasten als gevolg van verduurzaming van de woning kan het kredietrisico op die hypotheek ook worden verlaagd.’

bijvoorbeeld weer het voordeel van een verlaging van het kredietrisico.’

Prins: ‘Verduurzaming in de portefeuilles is erg belangrijk voor ons en voor onze klanten die in woninghypotheken beleggen. Verduurzaming van de bestaande woningvoorraad heeft daarbij prioriteit. Enkel hypotheekverstrekkers op woningen met goede energielabels lijkt niet de oplossing. Wij zien dat de hypotheekverstrekkers waar onze klanten in beleggen stappen blijven zetten met het aansporen van verduurzaming door geldnemers, zowel bij de start van de lening als in toenemende mate ook tijdens de looptijd van de lening. We zien wel dat regelgeving hierbij kan helpen. Het verplichten van het energielabel en aangescherpte normen, zoals de labelafhankelijke leencapaciteit, helpen bij de transitie en wij proberen vanuit onze rol als fiduciair beheerder bij te dragen aan deze transitie door de verduurzamingswensen van onze klanten te blijven benadrukken.’



Koops: ‘Het mooiste moment om te verduurzamen is bij de aankoop van de woning, maar dat is dan vaak niet het eerste waar de klant aan denkt. De hypotheek verhogen gedurende de looptijd is vaak relatief kostbaar vanwege de bijkomende kosten voor taxatie, advies, bemiddeling en mogelijk de notaris. Wij zien daarom mogelijkheden om met persoonlijke leningen verduurzaming op een later moment te financieren. Het zou mooi zijn als dit type lening ook onder de NHG-garantie kan vallen en als besparingen op energielasten mogen worden meegenomen bij het toetsen van de betaalbaarheid. Een persoonlijke lening voor zonnepanelen of isolatie wordt echter momenteel nog net zoals een lening voor een nieuwe tv getoetst. Dat remt wel de innovatie voor simpelere kredietvormen af die verduurzaming kunnen versnellen. Wij zien het daarom als onze rol om met belanghebbende partijen in gesprek te gaan en te blijven, om zo samen tot oplossingen te komen om de verduurzaming van de Nederlandse woningvoorraad te versnellen.’

Van Hilten: ‘Wij hebben vorig jaar een uitvraag gedaan onder hypotheekklanten. Hieruit kwam naar voren dat zij vooral ontzorgd willen worden en dat zij snel zullen afhaken als het te complex wordt om te verduurzamen. Het geven van kortingen is dus minder bepalend en vaak niet doelmatig: een korting komt terecht bij consumenten met hogere inkomens die al een A-label-woning hebben en niet zozeer meer aan het verduurzamen zijn. Wij richten ons daarom vooral op huizenbezitters die nog daadwerkelijke verbeteringen willen doorvoeren. We proberen voor hen vooral drempels weg te nemen, bijvoorbeeld doordat ze niet naar adviseurs en de notaris hoeven voor een duurzaamheidslening. Ze krijgen ook direct en gratis advies over verbetermogelijkheden. Hiermee proberen we te voorkomen dat ze afhaken. Die aanpak werkt: we zien concrete resultaten.’

Vissers: ‘Wij onderscheiden naast de risicocomponent nog een tweede in hypotheekbeleggingen: de positieve bijdrage. Of: hoe kan een hypotheekbelegger bijdragen aan het versnellen van de transitie? Want door bijvoorbeeld die

drempels omlaag te brengen, kan je soms indirect invloed uitoefenen om die risico's in je portefeuille omlaag te krijgen. Zo kan bij lagere energielasten als gevolg van verduurzaming van de woning het kredietrisico op die hypotheek ook worden verlaagd. Maar zoiets geldt niet in alle gevallen. Om die twee, risico en bijdrage, goed naast elkaar te kunnen zetten, is veel data nodig. En daar zit de grootste frustratie: er is een tekort aan data. Bijvoorbeeld over de betrouwbaarheid van het energielabel, of op Europees niveau over de definitie van duurzame woningen. Daarover is nog geen consensus, dus er kan nog niet diepgaand met elkaar gediscussieerd worden over wat de juiste maatregelen zijn en wat verantwoording is. Daar missen we echt nog wel wat meer houvast. Wellicht is het ook daarom dat bij 90% van onze pensioenfondsklanten hypotheek nog minder op ESG gemonitord worden: de beschikbaarheid en de kwaliteit van de daarvoor benodigde data zijn nog te laag. Als je naar de bredere portefeuille van pensioenfondsen kijkt, dan zijn alle andere categorieën beter geschikt om er uitspraken over te doen. En met zoveel laaghangend fruit, gaat het wat langzamer met hypotheek.

‘Het hybride karakter van deze asset class zorgt voor overrendement door middel van een goede spread op een goed risico en telt tegelijkertijd volledig mee in de renteaafdekking. Dat is nu zo, onder het FTK, en dat is zeer zeker straks zo, bij de SPR.’



Wilson: ‘Als je echt wil bijdragen aan de transitie, is het belangrijk om de portefeuille te churnen en niet zozeer te cherrypicken op de beste energielabels. Alleen is dat inderdaad wel heel lastig. Zo is het op het punt van informatievoorziening richting de consument interessant om te constateren dat de bron van het bericht heel belangrijk is: de geldverstrekker wordt daarbij als minder betrouwbaar gezien dan de overheid. Daar ligt een rol voor ons om dat imago om te draaien. Een andere uitdaging blijft de worsteling tussen de E en de S: je wil die transitie, maar tegelijkertijd wil je niemand uitsluiten. Verder is het goed om een rentekorting af te zetten tegen de inkomsten en karakteristieken van de gehele hypotheekportefeuille. Dan kan er voor het stimuleren van de transitie breder gekeken worden dan alleen naar het lagere rendement op dat specifieke leningdeel. Want als je het alleen maar aanstuurt vanuit het accepteren van een iets lagere spread, dan is de incentive voor consumenten, zo verwacht ik, niet groot genoeg.’ ■

IN HET KORT

Hypotheek blijven onverminderd populair vanwege de hoge spread en de lage kredietrisico's.

Belangrijk is het hybride karakter van hypotheek met zowel een matchingcomponent als een spreadcomponent. Onder de Wtp wordt dat alleen maar explicieter.

Het toedelen van rendementen wordt een belangrijke factor bij het bepalen van allocaties: veel partijen discussiëren daar nu nog over.

De grotere kans op uitstroom bij een flexibel contract en daarmee de grotere behoefte aan liquiditeit zal een uitdaging zijn.

De nadruk moet liggen op verduurzaming van de gehele woningvoorraad. Het moet de consument zo makkelijk mogelijk gemaakt worden, zonder te veel frictie tussen de E en de S van ESG.

Het gebrek aan goede en goed beschikbare data blijft een probleem om goed op ESG te kunnen monitoren.

Biedt de Wtp écht koopkrachtbehoud?

Koopkrachtbehoud is een van de bestaansredenen voor de Wtp. Maar hoe groot is de kans daarop voor gepensioneerden? En wat is de beste aanpak om toekomstige pensioenen koopkrachtig te maken?

Door Henk Bets

Een van de belangrijkste redenen om over te stappen op een nieuw pensioenstelsel is koopkrachtbehoud. In de periode 2008-2022 hebben de meeste pensioenfondsen niet of nauwelijks geïndexeerd. Hierdoor is een indexatieachterstand van meer dan 20% ontstaan. Met het pensioenakkoord willen de partijen dit soort achterstanden in de toekomst voorkomen.

Nog niet zo lang geleden¹ bevestigde minister Carola Schouten nog dat de belofte van het pensioenakkoord een 'eerder perspectief op een koopkrachtig pensioen' is en dus niet een 'koopkrachtig pensioen'. 'Eerder' heeft hierbij betrekking op de vergelijking met het

huidige stelsel, het FTK.

Deze belofte roept drie vragen op. Ten eerste: biedt het nieuwe pensioenstelsel meer dan het FTK? Ongeacht de uitkomst van de eerste vraag, is de tweede vraag: biedt de Wtp genoeg koopkrachtbehoud om koopkrachtig genoemd te mogen worden? En zo niet, dan is de derde vraag: wat moet er gebeuren om een koopkrachtig pensioen te kunnen bieden?

Uitgangspunten

Aan de hand van berekeningen waarbij is uitgegaan van het wetsvoorstel van 30 maart 2022 kunnen deze vragen worden beantwoord. Voor deze berekeningen is zoveel mogelijk aansluiting



gezocht bij de parameters en recente rapporten die rond de Wtp door het ministerie van SZW gepubliceerd zijn.

- Er is uitgegaan van een fictief pensioenfonds met een gelijkmatige verdeling van het aantal deelnemers over de leeftijden 21 tot en met 67. Van de voorziening is een derde voor de gepensioneerden.
- Het fictieve pensioenfonds belegt voor 50% in vastrentende waarden en voor 50% in zakelijke waarden.
- Het rendement op de vastrentende waarden is conform de rentetermijnstructuur (RTS) van DNB.
- De risicopremie op de zakelijke waarden is gelijk aan 4,33%.
- Het projectierendement is gelijk aan de RTS.
- De inflatie is 2%.
- Voor de leeftijdsafhankelijke rendements-toedeling is uitgegaan van de 3-2-1-verdeling zoals eerder onderzocht door het CPB. Dat wil zeggen

dat jonge medewerkers drie keer zoveel overrendement krijgen toebedeeld als gepensioneerden, en oudere medewerkers twee keer zoveel.

- Er wordt geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid om rendement over de tijd uit te smeren.
- De vulling van en onttrekking aan de solidariteitsreserve is conform pagina 64 van de memorie van toelichting (MvT).

Natuurlijk moeten we bij de beoordeling een voorbehoud maken voor de definitieve wetgeving, de nog in te vullen lagere wetgeving, de komende parameters en de keuzes van de sociale partners en pensioenuitvoerders bij de invulling van de regelingen. Ook kan de samenstelling van het deelnemersbestand van invloed zijn op de uitkomsten. Ondanks deze beperkingen is er voldoende basis om een inschatting te maken van de koopkrachtontwikkelingen onder de Wtp.

‘Er is voldoende basis om een inschatting te maken van de koopkrachtontwikkelingen onder de Wtp.’

‘Om gepensioneerden een koopkrachtig pensioen te kunnen bieden zou hun exposure naar aandelen omhoog moeten naar ongeveer 50%.’

Onder de Wtp is sprake van een leeftijdsafhankelijke rendementstoedeling. Het hogere rendement voor de pensioendatum wordt gebruikt om de pensioendoelstelling van bijvoorbeeld 80% van de gemiddelde pensioengrondslag bij 42 dienstjaren te halen. Het overrendement na de pensioendatum vermindert met het projectierendement is beschikbaar voor indexatie. In dit artikel wordt specifiek gekeken naar koopkrachtbehoud na ingang van het pensioen.

Biedt de Wtp meer dan het FTK?

Biedt de Wtp echt eerder perspectief op een koopkrachtig pensioen? De onderbouwing die daarvoor door het ministerie van SZW wordt gebruikt is als volgt. In het FTK moeten overrendementen eerst worden gebruikt om reserves op te bouwen. Pas als de beleidsdekkingsgraad hoger is dan 110%, mag er begonnen worden met (gedeeltelijke) indexatie. Onder de Wtp kunnen overrendementen direct gebruikt worden voor verhogingen. Omdat deze redenatie is opgesteld toen de dekkingsgraden al enkele jaren ruim onder de 110% lagen, was deze redenatie terecht. Bij de huidige gemiddelde dekkingsgraad van 119,9% is ‘eerder’ echter niet meer van toepassing. Zowel onder de Wtp als onder het

FTK kunnen de pensioenen direct verhoogd worden. Biedt de Wtp dan misschien méér indexatie dan het FTK? De redenatie achter deze aanname is dat als de buffereisen lager zijn, er meer geld is voor verhogingen en dus voor een koopkrachtiger pensioen. Deze redenatie is goed te volgen, maar de werkelijkheid is gecompliceerder. Zo werken de leeftijdsafhankelijke rendements-toedeling, het uitsmeren van resultaten over meerdere jaren en het financieren van de compensatie voor de afschaffing van de doorsneesystematiek in het nadeel van de verhogingen onder de Wtp. Hiertegenover staat dat het vervallen van de gedempte premie een duidelijk pluspunt is van de Wtp. Het is moeilijk om hier een sluitend antwoord op te geven.

Een koopkrachtig pensioen voor gepensioneerden?

Biedt de Wtp een koopkrachtig pensioen voor gepensioneerden? Laten we dat eerst bekijken in de deterministische wereld zonder rekening te houden met de solidariteitsreserve. De solidariteitsreserve is volgens het wetsvoorstel immers niet bedoeld voor een ex-ante herverdeling over generaties.

Met de eerdergenoemde uitgangspunten is de exposure voor gepensioneerden

gelijk aan die van een beleggingsmix met 25% in aandelen. De verhoging is dan gelijk aan 1,1%. Dit is iets meer dan de helft van de verwachte inflatie van 2% en dus niet koopkrachtig. Als de exposure van de gepensioneerden verhoogd wordt naar 35%, gelijk aan het maximum dat voor de vaststelling van het projectierendement gebruikt mag worden, dan is de verhoging gelijk aan 1,5%. Ook dit is nog onvoldoende om het pensioen koopkrachtig te mogen noemen. Kortom, voor een koopkrachtig pensioen, dat een inflatie van 2% bijhoudt, is een exposure van 46% naar zakelijke waarden nodig.

Onder de Wtp moet in het solidaire contract gebruik worden gemaakt van de solidariteitsreserve. De uitwerking, zoals vormgegeven in de MvT, leidt op de lange termijn tot een solidariteitsreserve van ongeveer 5%. Voor de beoordeling van de verhoging die gegeven kan worden, gaan we op zoek naar de verhoging die mogelijk is bij een procentueel gelijkblijvende solidariteitsreserve. Met de eerdergenoemde uitgangspunten is de verhoging gelijk aan 1,5%. Uitgaande van een exposure van 35% en rekening houdend met de solidariteitsreserve is de verhoging gelijk aan 1,7%. Dit is nog steeds geen koopkrachtig pensioen. Om een koopkrachtig pensioen te bereiken moet de exposure verhoogd worden naar 42%.

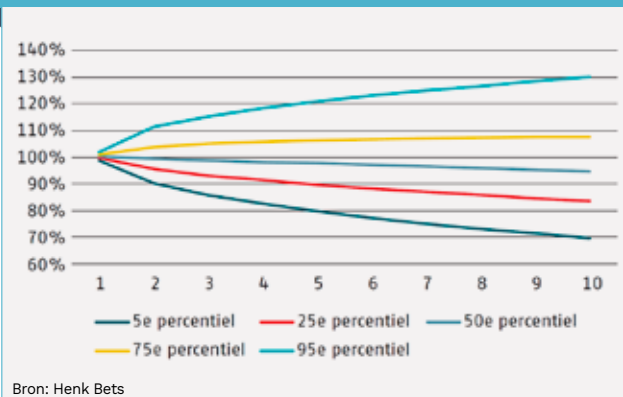
Conclusie: in een deterministische omgeving biedt de Wtp géén koopkrachtig pensioen.

Figuur 1 laat zien hoe dat er in een stochastische wereld uitziet. Voor de grafiek is uitgegaan van een 50% >

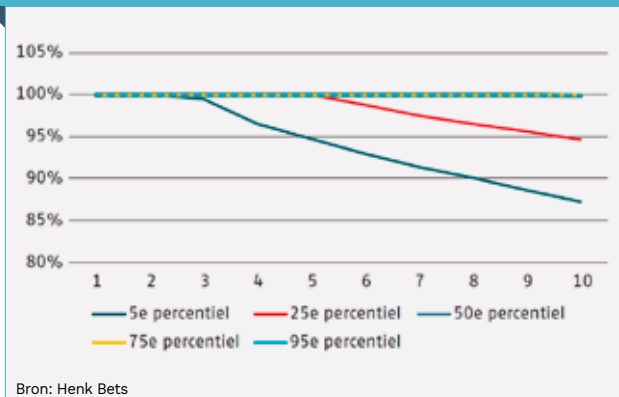


Henk Bets

Directeur en Eigenaar, Actuariel Adviesbureau Confident

FIGUUR 1: REËLE ONTWIKKELING PENSIOEN OP BASIS VAN MVT

Bron: Henk Bets

FIGUUR 2: REËLE ONTWIKKELING UITKERING KOOPKRACHT MODEL CONFIDENT

Bron: Henk Bets

exposure naar aandelen voor gepensioneerden. In die berekening loopt het reële pensioen in het mediane scenario na 10 jaar zo'n 5% achter op de doelstelling. Dat die uitwerking niet past binnen het risicoprofiel van de meeste gepensioneerden, blijkt hier uit de spreiding na 10 jaar van plus en min 30%.

Alternatief voor een koopkrachtig pensioen

Om gepensioneerden een koopkrachtig pensioen te kunnen bieden zonder dat dit naar verwachting ten koste gaat van de andere deelnemers, zou hun exposure naar aandelen omhoog moeten naar ongeveer 50%. Gegeven het risico dat hiermee gepaard gaat, past dit – uitzonderingen daar gelaten – niet binnen hun risicoprofiel.

Dit dilemma kan als volgt worden opgelost:

1. Beleg voor de gepensioneerden voor 50% in aandelen.
2. Geef de gepensioneerden het voor hen behaalde overrendement met een maximumpercentage gelijk aan de inflatie.
3. Voeg het meerdere toe aan de solidariteitsreserve.
4. Indien de gepensioneer-

den minder dan de inflatie hebben ontvangen, verhoog hun rendement tot de inflatie vanuit de solidariteitsreserve, mits en voor zover de solidariteitsreserve dit toelaat.

5. Verdeel de resterende solidariteitsreserve over de niet-gepensioneerden conform de regels.

Omdat voor de gepensioneerden iets meer is belegd in aandelen dan naar verwachting nodig is voor de doelstelling, profiteren de overige deelnemers van dit verschil. Bovendien vervalt de sponsoring van gepensioneerden zoals in het huidige voorbeeld uit de MvT. Op de langere termijn kunnen de niet-gepensioneerden een positief resultaat verwachten. Dit is hun beloning voor het risico dat ze overnemen van de gepensioneerden. Wel wordt hun verwachte pensioen vóór de pensioendatum volatieler. De gepensioneerden krijgen meer verhoging dan ze op grond van hun risicoprofiel zelf kunnen realiseren. Dat is het voordeel van solidariteit.

Figuur 2 laat het resultaat zien van deze berekeningen. In deze grafiek liggen de lijnen van het 50e, 75e en 95e percentiel over elkaar heen. In meer dan de

helft van de scenario's wordt koopkrachtbehoud over 10 jaar gerealiseerd. Het pensioen voldoet hiermee aan mijn definitie van een koopkrachtig pensioen. Er is géén kans op koopkrachtstijging: dat is de prijs die de gepensioneerden betalen voor hun koopkrachtbehoud, voor hun verminderde kans op koopkrachtdaling en voor minder koopkrachtdaling als dat gebeurt.

Er blijft wel kans op een koopkrachtdaling. Dat is logisch, want een koopkrachtgarantie is te duur. De daling in het 5e percentiel is echter beduidend lager dan de daling in het 25e percentiel conform de uitwerking in de MvT. De koopkrachtdaling in het 95e percentiel wordt zelfs meer dan gehalveerd.

Deze uitwerking kan bijdragen aan een koopkrachtig pensioen voor gepensioneerden. De Wet toekomst pensioenen zal hiervoor echter wel moeten worden aangepast.² ■

IN HET KORT

Bij de huidige gemiddelde dekkingsgraad biedt het FTK evenveel handvatten voor het indexeren van pensioenen als de Wtp.

In een deterministische omgeving biedt de Wtp géén koopkrachtig pensioen voor gepensioneerden.

De Wtp zal moeten worden aangepast om gepensioneerden meer perspectief op een koopkrachtig pensioen te kunnen bieden.

¹ Op 15 september 2022 in de Commissie Sociale Zaken.

² Dit artikel is in een iets andere vorm eerder gepubliceerd in De Actuaris van oktober 2022.

Financiële inclusie door finfluencers

Finfluencers spelen een groeiende rol in de beslissingen die Gen Z neemt op het gebied van financiën en beleggen. Dat biedt kansen, maar is niet zonder risico's. Daarom enkele handvatten hoe finfluencing in goede banen te leiden.

Met de belangrijke rol van social media in onze maatschappij en economie groeit de invloed van finfluencers. Bij finfluencers – een samenstelling van de termen influencer en financiën – gaat het om het verspreiden van content over financiën en beleggen op social media en websites. Juist jongeren worden aangesproken, mede vanwege hun grotere gebruik van social media. FINRA Investor Education Foundation en CFA Institute stelden in 2023 vast dat 37% van Gen Z-beleggers in de VS, 30% in Canada, 38% in het VK en 51% in China social media-influencers als belangrijke factor noemt om te beginnen met beleggen. Recent heeft CFA Institute de groeiende invloed van finfluencers nader onderzocht, met een specifieke focus op Gen Z.¹ Hieruit blijkt dat Gen Z finfluencers in toenemende mate opzoekt voor advies over beleggingsbeslissingen. Hieraan dragen de beperkte toegang tot gereguleerde financiële adviseurs en de veronderstelde hoge kosten voor hun dienstverlening in hoge mate bij.

Het rapport – dat mede gebaseerd is op panels met Gen Z-beleggers in verschillende landen (waaronder Nederland) en een analyse van beschikbare content – vraagt de financiële sector, toezichthouders en andere betrokken partijen om stappen te zetten zodat de groei van finfluencing in goede banen wordt geleid.

Gerichte adviezen worden gegeven aan toezichthouders, social media-platforms, financiële dienstverleners, opleiders en financiële informatieverstellers. Toe-

zichthouders krijgen het advies om tot een meer eenduidige (internationale) definitie en implementatie van beleggingsadvies te komen. Daarnaast is de aanbeveling om de dialoog met finfluencers te zoeken en actief data te verzamelen en te publiceren over klachten en over berichten van klokkenluiders. De AFM geeft overigens op hun website al specifieke informatie over valkuilen bij finfluencing. Social media-platforms krijgen de aanbeveling meer verantwoordelijkheid te nemen voor transparante content, waarbij advertenties duidelijk herkenbaar zijn. Dienstverleners dienen bij gebruik van finfluencers te zorgen voor voldoende training en supervisie. Daarnaast dienen zij social media-posts goed te registreren en te bewaren.

Financiële educatie en toegang tot financiële producten zijn belangrijk voor iedereen om mee te kunnen doen in de samenleving. Slechts twee van de zeven Gen Z-beleggers uit het Nederlandse panel gaven aan dat ze op school les hadden gehad in persoonlijke financiën en beleggen. Social media, digitale platforms en finfluencing kunnen een belangrijke rol spelen in het vullen van dat hiaat. Door aan te sluiten bij de voorkeur van jongeren voor informatie die toegankelijk is via digitale platforms, krijgen ze financiële educatie die ze anders niet zouden krijgen. De diversiteit en gepercipieerde persoonlijke toegankelijkheid van finfluencers zorgen er daarnaast ook voor dat jongeren die normaal gesproken al helemaal niet met beleggen in aanraking komen, dat nu wel doen. Op die manier kunnen finfluencers bijdragen aan een financieel gezonde toekomst van Gen Z. Recente berichten in de Nederlandse pers laten zien dat dit niet vanzelf gaat. Spelregels moeten daarom helder zijn en betrokken partijen dienen zich hieraan te houden. ■



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

¹ S. Espeute, R. Preece, The Influencer Appeal: Investing in the Age of Social Media (2024)

Zes uitdagingen bij beleggen onder de Wtp

De meeste pensioenfondsen zullen de komende jaren invaren in het nieuwe pensioenstelsel. Bij de overgang naar het nieuwe stelsel en bij de inrichting van de toekomstige beleggingsportefeuilles lopen zij tegen zes grote uitdagingen aan. Welke zijn dat?

Door Mark Bakker en Fokko Covers

Per 1 juli 2023 is de Wet toekomst pensioenen (Wtp) van kracht geworden. Inmiddels zijn de meeste pensioenfondsen aan de slag gegaan met als doel de komende jaren in te varen in het nieuwe stelsel.

Een van de grote uitdagingen onder de Wtp is de invulling van het beleggingsbeleid. Vanuit onze rol als duovoorzitter van de KPS Werkgroep Beleggingen gaan wij in op zes grote uitdagingen waar pensioenfondsen tegenaan lopen bij de overgang naar het nieuwe stelsel en bij de inrichting van de toekomstige beleggingsportefeuilles.

Bij de invulling van het beleggingsbeleid onder de Wtp wordt meer dan ooit ingespeeld op de risicohouding van de deelnemer. Per leeftijdscohort dient te worden vastgesteld hoeveel risico kan worden genomen en hoeveel bescherming gewenst is tegen het renterisico. Uiteindelijk vertaalt dit zich in een lifecycle, waarbij per leeftijdscohort wordt vastgesteld in welke mate beleggingsrisico wordt gelopen (door exposure naar een rendementsportefeuille) en in welke mate renterisico (door exposure naar een beschermingsportefeuille). Deze vertaalslag gaat gepaard met een aantal uitdagingen.

‘Naar verwachting zal de overgang naar de Wtp hogere eisen stellen aan het liquiditeitsmanagement.’

Uitdaging 1: Het vaststellen van de risicohouding

Het vaststellen van de risicohouding van de deelnemer is niet eenvoudig. Over het algemeen gebeurt dit aan de hand van een risicopreferentieonderzoek (RPO), waarin de voorkeuren van deelnemers worden opgevraagd en geanalyseerd. Daarnaast moet een pensioenfonds een afweging maken tussen de resultaten van het RPO, de risicocapaciteit, en wetenschappelijke inzichten. De risicohouding van een deelnemer laat zich gemakkelijk beïnvloeden. Denk aan factoren als de formulering van een vraag of de perceptie van de economische risico's. In tijden van geopolitieke onrust zal de risicoaversie toenemen en in tijden van economische voorspoed zal de deelnemer bereid zijn meer risico te nemen.

De resultaten van het RPO moeten vervolgens vertaald worden in beleggingsbeleid, waar het gevaar van reverse engineering op de loer ligt. Wat te doen als jongere deelnemers heel weinig risico willen nemen of als de uitkomsten per cohort zeer sterk uiteenlopen? Wat als de risicopreferentie te laag is om de ambitie van de sociale partners te realiseren?

Uitdaging 2: Het bieden van voldoende inflatiebescherming

Bij de oudere cohorten zal in het algemeen sprake zijn van een grotere exposure naar de beschermingsportefeuille en een beperkt profijt van het overrendement. Dit komt voort uit de gedachte dat het

‘nominale’ pensioen van oudere deelnemers beter beschermd moet worden tegen renteschokken. Deze nominale insteek leidt er echter ook toe dat het pensioen beperkt beschermd is tegen inflatieschokken. De oplossing kan zijn het toevoegen van inflatiegerelateerde instrumenten in de beschermingsportefeuille, bijvoorbeeld inflation linked bonds of nog beter inflation linked swaps, en bij de berekening van het beschermingsrendement uitgaan van het feitelijk behaalde rendement. Dit behelst dan een keuze voor het zogenoemde directe beschermingsrendement.

Het alternatief is een grotere exposure naar de rendementsportefeuille. Dat biedt niet de zekerheid van een echte inflatiehedge, maar kan zeker op termijn de uitholling van koopkracht door geldontwaarding beperken.

De meeste pensioenfondsen lijken te kiezen voor nominale sturing met een significante exposure naar risicovolle assets en een solidaire premiereregeling (SPR) met een collectieve uitkeringsfase. Er is nog discussie of je in deze collectieve uitkeringsfase, in verband met herverdeling, een afslag voor inflatie op de rentetermijnstructuur mag nemen.

Uitdaging 3: Het managen van de risico's rondom het transitiemoment

Sinds 2022 zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen fors verbeterd. Hierdoor staan veel pensioenfondsen ruim boven de gewenste dekkingsgraad en kunnen kortingen worden

‘Verreweg de grootste uitdaging van de Wtp: hoe leggen we het uit aan de deelnemers?’

voorkomen. In veel gevallen is er ook ruimte om de solidariteitsreserve geheel of gedeeltelijk te vullen. In de transitieplannen worden de afspraken over het vullen van de buffers vastgelegd. Als de dekingsgraad onder het gewenste niveau dreigt te zakken, is de afspraak vaak om vast te leggen hoe kortingen voorkomen kunnen worden. Het is evident dat mogelijke kortingen een zeer slechte start zouden zijn voor een stelsel dat vooral het vertrouwen beoogt te herstellen. Vandaar dat veel fondsen ook nadenken over manieren om dit transitierisico te managen, bijvoorbeeld door de allocatie naar risicovolle instrumenten terug te brengen (‘de-risking’) of tijdelijk het renterisico verder te beperken. Bijsturing van het risico-profiel kan desgewenst met opties of swaptions.

Uitdaging 4: Het liquiditeitsmanagement

Naar verwachting zal de overgang naar de Wtp hogere eisen stellen aan het liquiditeitsmanagement. Dit komt doordat de portefeuilles op cohortniveau vaker aangepast moeten worden om de afgesproken allocatie naar ‘bescherming’ en ‘return’ te realiseren. Het gebruik van leverage – met name ten behoeve van jongere cohorten – maakt een actievorm van cash

management nodig vanwege margeverplichtingen. Een bijzondere uitdaging vormt het collateral management, waarbij de vastrentende portefeuille als onderpand kan fungeren. De kosten van het cash management zullen normaal gesproken ten laste van het overrendement worden gebracht en daarom met name bij de jongeren terechtkomen. Een alternatief is specifiek hiervoor de beschermingsportefeuille te belasten.

Uitdaging 5: De waardering van illiquide instrumenten

De waardering van illiquide assets, zoals private equity of vastgoed, vormt een bijzondere uitdaging. Deze waardering vindt niet op dagbasis plaats, maar veelal op kwartaalbasis. Dat is met name een probleem bij het invaren naar de Wtp, waarbij het vermogen wordt gealloceerd naar de individuele pensioenpotjes. Deze methodiek biedt geen of weinig ruimte om achteraf nog correcties aan te brengen op de opgegeven waarden.

Op kleinere schaal doen deze problemen zich ook voor bij de periodieke herbalancering van de beleggingsportefeuille of de aankoop van pensioen (in de collectieve variant). Het doorvoeren van mutaties met terugwerkende kracht levert allerlei administratieve problemen op. Het is beter om dit

vooraf te onderkennen en goede afspraken te maken binnen het fonds over de waardering van illiquide assets.

Uitdaging 6: Communicatie richting de deelnemers

Naar ons idee is dit verreweg de grootste uitdaging van de Wtp: hoe leggen we het uit aan de deelnemers? Hoewel het nieuwe stelsel bedoeld is om meer vertrouwen en transparantie te bieden aan de deelnemers, is de communicatie hierover een grote uitdaging.

Dat geldt in het bijzonder als er onder volatiele marktomstandigheden grote rendementsverschillen ontstaan tussen cohorten. Bij stijgende rentes en stijgende aandelenbeurzen zullen jongeren profiteren van een positief aandelenrendement, terwijl ouderen vooral last zullen hebben van het negatieve effect van de rente-hedge. Dat is lastig uit te leggen aan gepensioneerden, vooral als tegelijkertijd de inflatie op een hoog peil blijft. Het blijft daarom verstandig om ook voor oudere cohorten een deel naar de rendementsportefeuille te alloceren.

Staan deze zes uitdagingen al op uw agenda? In de werkgroep Beleggingen van KPS, de Kring van Pensioenspecialisten, kijken wij vanuit verschillende disciplines naar beleggingsthema's rond de Wtp en hopen in de komende tijd een kleurrijk palet aan oplossingsrichtingen met elkaar te bespreken. ■

Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.



Mark Bakker

Business Development Director, Achmea Investment Management



Fokko Covers

Bestuurslid, Pensioenfonds SPT

IN HET KORT

Beleggen onder Wtp kent zes relevante uitdagingen:

- Het vaststellen van de risicohouding en de vertaling daarvan in het beleggingsbeleid.
- Het bieden van voldoende inflatiebescherming, met name voor de oudere deelnemers.
- Het managen van de risico's rondom het transitie-moment.
- Het liquiditeitsmanagement.
- De waardering van illiquide instrumenten en de problemen met correcties.
- Communicatie richting de deelnemers over het beleggingsbeleid en het behaalde rendement.

Vreemde rentesprongen in scenario'sets DNB

De scenario'sets en de Uniforme Reken Methodiek zijn zo omvangrijk en complex geworden, dat DNB zelf ook geen volledig zicht meer lijkt te hebben op de (onwenselijke) effecten.

Door Peter van der Nat



Peter van der Nat

Pensioenconsultant en Actuarieel Rekenaar, VLC & Partners

DNB publiceert elk kwartaal scenario'sets die het fundament vormen voor de Uniforme Reken Methodiek (URM). Die methodiek wordt gebruikt voor de communicatie over de te verwachte pensioenen in scenario's, de bepaling van de fiscale premiebegrenzing, de toetsing van de risicohouding, de ambitiedoelstelling, het premieniveau en de (aanvangs)hoogte van de pensioenuitkeringen.

Sinds medio 2023 zijn er flinke aanpassingen en uitbreidingen doorgevoerd ten aanzien van de scenario'sets, die uit de P-set en Q-set bestaan. De P-set wordt voor alle facetten gebruikt die met pensioen te maken hebben.

Het is een stochastisch model met nu al 20.000 unieke scenario's voor rente,

‘De analyses geven vaak een beeld dat (bijna) iedereen erop vooruitgaat en dat compensaties daarom niet of beperkt nodig zijn.’

inflatie en aandelenrendement. Elke deelnemer wordt uniek en per regeling apart doorgerekend. Binnen de URM worden het 5^e, 50^e en 95^e percentiel dat er voor ieder individu uitkomt, als uitkomsten voor prognoses en analyses genomen. Op zich zijn deze enorme aantallen scenario's al enigszins vreemd te noemen. Want hiermee lijkt uiteindelijk vooral de kans op zeer extreme scenario's iets groter te worden, terwijl deze uiteindelijk dus helemaal niet gebruikt worden.

De gemiddelde renteontwikkeling, bijvoorbeeld die van de 10-jaars rente die in de scenario'set van Q1 van 2024 zit, maakt rare sprongen (zie Figuur 1). De grote rentedip in het model na 1 jaar zorgt ervoor dat pensioenprognoses in bepaalde regelingen voor deelnemers vlak voor pensioendatum ineens wel 5 tot 25% lager kunnen uitvallen.¹

Huidig pensioenstelsel wordt arm gerekend

Regelmatig zie ik veel uitkomsten van diverse analyses, waaronder ook die van fondsen met betrekking tot de transitie² naar de Wtp, waarbij ik vaak vermoed dat bepaalde uitkomsten niet mogelijk zijn, tenzij ‘modelmatig’.

Na de transitie lijkt er col-

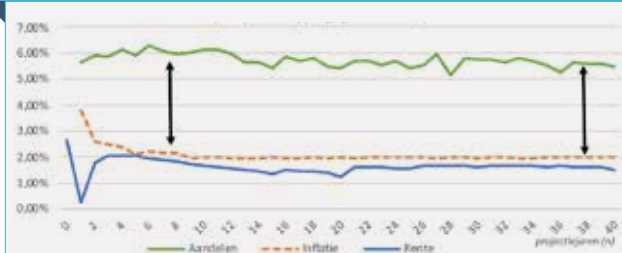
lectief gezien qua premie ten opzichte van het beleggingsbeleid niet veel te veranderen. Op individueel niveau wel, namelijk een verschuiving van premie-inleg en procentueel meer vermogen in zakelijke waarden ten faveure van de jongeren. Een logisch gevolg lijkt dat dit ten koste moet gaan van de ouderen, die dan juist minder premie-inleg krijgen en procentueel minder in zakelijke waarden zitten (waaronder ook de gepensioneerden).

Hiervoor zullen naar verwachting compensaties nodig zijn en dat is ook onderdeel van de Wtp. De analyses geven evenwel vaak een beeld dat (bijna) iedereen erop vooruitgaat en dat compensaties daarom niet of beperkt nodig zijn. Uiteraard is elke analyse, elke regeling en elk fonds uniek en kan je alleen een volledig oordeel geven als je alle achterliggende data onder ogen krijgt. Gelet op de ervaringen die wij hebben met diverse reken- en aanpassingstrajecten, denken wij echter onder de motor- kap de modelmatige verklaring hiervoor wel te zien.

Premiedekkingsgraad, dekkingsgraad en indexatiebeperking

Tot de renteopleving in 2022 waren de doorsneepremies collectief vaak veel lager dan de benodigde collectieve

FIGUUR 1: GEMIDDELDE TREND SCENARIO'S 8.001 T/M 12.000



Bij n=40, rente 10-jaar, weging aandelen 60%.

Bron: VLC & Partners

‘Iemand kan straks niet of beperkt gecompenseerd worden omdat de waardecreatie modelmatig in een dekkingsgraad van bijvoorbeeld 200% blijft zitten.’

actuariële premies. Maar sinds de renteopleving in 2022 is dit speelveld volledig omgedraaid. De premiedekkingsgraden liggen bij veel fondsen nu op niveaus van wel 120 tot 130%. Dat betekent dat de premies nu hoger zijn dan de premies die nodig zijn voor de actuariële inkoop of waardering van de bijbehorende nieuwe aanspraken.

Dit overschot komt ten goede aan het fondsvermogen en zorgt voor (kleine) toenames van de dekkingsgraden en uiteindelijk ook de indexatiecapaciteit. Echter, modelmatig drukt dit in het oude systeem de uitkomsten aanzienlijk, vooral op de korte en middellange termijn (op de vreemde rentedip na). In het oude systeem is het 120 betalen en 100 krijgen, waar dit in het nieuwe systeem 120 betalen en ook 120 krijgen is.

De dekkingsgraad en de indexatiebeperkingen zorgen er weer voor dat veel waardecreatie modelmatig kan blijven ‘plakken’ in de

buffers die niet zichtbaar zijn in de pensioenuitkomsten van deelnemers. Dit gebeurt vooral doordat het rendement op aandelen in veel scenario's hoger ligt dan de rente- en inflatieontwikkeling. De indexatiebeperkingen bij fondsen impliceren onder het oude FTK in grote lijnen meestal: tot circa 110% geen indexaties, dan tot circa 125% gedeeltelijk en dan vanaf circa 125% volledige indexatie, zijnde toch nog gemaximeerd op de prijsinflatie dat jaar.

Door bijvoorbeeld één euro door de 20.000 scenario's te laten lopen voor een x-aantal projectiejaren met een paar meegegeven vaste wegingen, kan je benaderen welke algemene trends op het gebied van aandelen, inflatie en renteontwikkelingen waarschijnlijk horen bij de scenario's die in de buurt uitkomen van een bepaald percentiel, zoals het 50^e, bij een bepaalde pensioenregeling. Het nadeel van deze methode is dat die niet exact gelijk is aan de percentiënmethode, maar

het grote voordeel is dat je wel ziet waarmee in grote lijnen gerekend wordt.

Door de indexatiebeperking van maximaal de inflatie tot 2%² kan in veel scenario's niet de gehele overwaarde die het zakelijke deel creëert, worden toebedeeld aan indexatie en dus aan de aanspraken. Die overwaarde komt ten goede aan de dekkingsgraad, en dit wordt steeds meer een modelmatig vliegwiel waardoor in de oude situatie steeds meer en sneller waarde blijft plakken.

In de nieuwe situatie, na de transitie, wordt wél (bijna) de volledige waardecreatie toegekend aan het kapitaal en vertaalt dit zich wél in de pensioenuitkomsten. De nieuwe Flexibele Pensioenregeling en Solidaire Pensioenregeling kenmerken zich juist doordat er geen of amper nog een buffer wordt aangehouden. Dit zorgt ervoor dat modelmatig het nieuwe systeem veel beter scoort.

Maar hoe zwaar moeten dit soort scenario's worden meegewogen? Iemand kan straks niet of beperkt gecompenseerd worden omdat de waardecreatie modelmatig in een dekkingsgraad van bijvoorbeeld 200% blijft zitten. Valt dit dan nog wel onder de noemer van evenwichtigheid, zoals bedoeld in de Pensioenwet onder artikel 105?

Mogelijke oplossingen

Een makkelijke oplossing lijkt om over te schakelen naar alleen enkele deterministische scenario's. Een oplossing binnen de huidige methodiek kan wellicht worden gevonden door bij elke (Wtp) uitkomstenanalyse óók de bijbehorende modelmatige ontwikkeling van de dekkingsgraad en de

premiëdekkingsgraad, en de ontwikkeling van het vermogen in totaliteit, met daarbij de verdeling tussen zakelijke en vastrentende waarden, te presenteren. Dit om discussies achteraf te voorkomen. Mijn persoonlijke opvatting is dat alle deelnemers ten minste het recht hebben op een antwoord op de meest simpele vraag: waarmee is er gerekend? ■

- 1 De gemiddelde duration op pensioendatum ligt rond de 11 à 12. De meeste (neutrale) standaard lifecycles bij beschikbare premieregelingen kennen een rentehedge van 80 à 90% vlak voor pensioendatum. Echter, bij (voorsorteren op) variabel pensioen, offensievere profielen of zelf beleggen kan de rentehedge veel lager liggen. De rentedip zal voor middelloodaanspraken bij pensioenfondsen er vooral voor zorgen dat de dekkingsgraad een stuk naar beneden gaat daar de duration van de assets meestal een stuk lager ligt dan die van de verplichtingen. Maar omdat pensioenfondsen kortingen kunnen uitstellen zal dit niet direct tot enorme verschillen leiden mede omdat de rente ook weer daarna omhoog veert en daardoor ook de dekkingsgraad in model weer omhoog gaat.
- 2 De spreiding van inflatie is beperkt in de set, negatieve waarden komen niet veel voor of zeer beperkt waardoor scenario's met meetkundige gemiddeldes waarbij negatieve waarden op nul worden gesteld, geen noemenswaardig verschil opleveren.

Dit artikel is op basis van persoonlijke visie en verantwoording geschreven.

IN HET KORT

Een rentedip in het eerste jaar heeft negatieve effecten voor de pensioenprognoses op korte termijn.

Het rekenmodel is zodanig groot en complex dat meer onwenselijke effecten niet gezien dreigen te worden.

De compensatieregelingen bij de transities zijn mogelijk straks te laag door de (ongewenste) effecten van de modelmatige berekeningen.

De vraag is of hoge premiedekkingsgraden en hoog oplopende dekkingsgraden in de uitkomsten bij scenario's wel reëel en evenwichtig voor alle belanghebbenden zijn.

Er is meer transparantie gewenst bij Wtp-analyses om inzicht in de (premie) dekkingsgraden en de ontwikkeling van het totaal fondsvermogen te krijgen.

FIGUUR 2: GEMIDDELDE 10-JAARS RENTEONTWIKKELING (20K SCENARIO'S)



Bron: VLC & Partners

Beleggen onder de Wtp: meer kans op reële oplossingen voor iedereen?

Een reëel pensioen is een ambitieus doel. Helaas is dat doel in de afgelopen 15 jaar vaak niet haalbaar gebleken. Hoe kan onder de Wtp de kans op indexatie voor deelnemers worden vergroot?

Door *Martin Sanders*

Tijdens de opbouwfase trachten de meeste fondsen het geïndexeerde salaris bij te houden om op pensioendatum het geambieerde percentage van 80% van het gemiddelde loopbaansalaris te bereiken. Vanaf de pensioendatum ambiëren deelnemers een volledig geïndexeed pensioen, maar dat is in de afgelopen 15 jaar vaak niet haalbaar gebleken.

Indexatiekansen verschillen onder de Wtp

De Wtp gaat de achterstand in indexatie niet meteen voor iedereen oplossen. Op de lange termijn kunnen jongere deelnemers zich echter verheugen in een (fors) hogere pensioenopbouw (ceteris paribus) dan onder de huidige FTK-regels mogelijk is. Zij gaan over een veel langere periode meer in zakelijke waarden met een

hoger verwacht rendement beleggen dan de afgelopen periode onder het FTK kon of mocht. Voor oudere actieve deelnemers en gepensioneerden verschilt de kans op indexatie per fonds. Fondsen met een riante dekkingsgraad kunnen al hun deelnemers éénmalig een verhoging van hun individuele pensioenkapitaal (en dito pensioenuitkering) geven. Gepensioneerden zullen dit ervaren als een eenmalige inhaalindexatie.

Helaas geldt dit niet voor de meeste pensioendeelnemers in Nederland. De grootste pensioenfondsen hebben een gemiddelde dekkingsgraad tussen de 105% en 110%, ruim onder de maximale buffer onder de Wtp. Behoudens ruimte voor een vergoeding voor de afschaffing van de doorsneepremie,



zit er boven de minimaal vereiste reserves te weinig in kas om deelnemers een extra uitkering te bieden bij de transitie. Weinig uitzicht voor oudere deelnemers dus om op de korte termijn een volledig geïndexeed pensioen te ontvangen, terwijl de ambitie er wel is om deelnemers tegen inflatie te beschermen. Fondsen met een lage dekkingsgraad zullen alle mogelijkheden die de Wtp biedt uit de kast moeten halen om deze ambitie zoveel mogelijk te bereiken.¹

Jongere deelnemers hebben onder de Wtp op de zeer lange termijn een beter uitzicht op hogere geïndexeerde pensioenen, doordat ze veel langer in zakelijke waarden mogen beleggen dan nu onder het FTK het geval is. Ouderen hebben die tijd niet.

Toewijzingsmethode overrendement maakt uit

In de basisvariant van de sociale pensioenregeling (SPR) wordt het theoretische beschermingsrende-

ment (TBR), gebaseerd op de rentetermijnstructuur, van het totale rendement afgetrokken om zo het overrendement te berekenen. Dit overrendement wordt vooral toegewezen aan jongere deelnemers en minder aan oudere deelnemers. Het is een netto rendement. Derhalve dragen jongeren de meeste kosten, óók die van de matchingportefeuille die voornamelijk voor oudere deelnemers wordt aangehouden.

Oudere deelnemers profiteren te weinig van het overrendement voor een volledige compensatie voor inflatie. Dat kan beter, namelijk door het feitelijk behaalde beschermingsrendement (FBR) toe te wijzen aan de deelnemers. In de basisvariant van de SPR is hierin nog niet voorzien. Het idee bestaat dat meerdere matchingportefeuilles nodig zijn om dit te kunnen toewijzen per cohort, maar dat het vanuit een operatio-

‘De Wtp gaat de achterstand in indexatie niet meteen voor iedereen oplossen.’

neel oogpunt te ingewikkeld is. Dat hoeft echter niet het geval te zijn.

Zo heeft het Pensioenfonds Philips een manier van toedelen van het TBR uitgewerkt die het werken met het FBR zeer dicht benadert.² Het is een variant op het toewijzen van het TBR. Hierdoor kan aan oudere deelnemers ook het overrendement van de matchingportefeuille worden toebedeeld, het zogenaamde rentemismatchrendement. Daarnaast wordt ook het overrendement van de returnportefeuille apart toegedeeld aan de deelnemers. Door deze manier van toewijzen worden oudere deelnemers beter beschermd tegen inflatie.

Twee returnportefeuilles bij gebruik TBR

Als een fonds kiest voor het TBR, is het te overwegen om met twee verschillende returnportefeuilles te werken: één voor de actieven en één voor de gepensioneerden. De actieven beleggen dan meer in zakelijke waarden en illiquide beleggingen met een hogere verwachte risico-premie. De gepensioneerden beleggen dan meer in stabielere vastrentende waarden, met een extra spread en meer inflatiekoppeling, en minder in illiquide beleggingen en volatiele aandelen, die jongere deelnemers juist nodig hebben. Gezien het verschil tussen jongere en oudere deelnemers in beleggingshorizon, draagkracht, liquiditeitseisen en risicoprofiel is het goed verdedigbaar om een dergelijke tweedeling aan te brengen. Het past ook goed bij één collectieve uitkeringsfase voor alle gepensioneerden.

Wel of niet de-risken in de transitiefase?

De dekkingsgraden van pensioenfondsen laten een zeer grote spreiding zien van 100% tot meer dan 150% nominaal. Veel fondsen vragen zich af of ze het niveau van de huidige dekkingsgraad moeten beschermen of niet. Dat hangt van een aantal factoren af, waaronder de hoogte van de dekkingsgraad. Indien deze laag is, is het doel om te voorkomen dat deelnemers op transitiedatum een korting op de uitkeringen of het kapitaal krijgen. Indien de dekkingsgraad hoog is, willen fondsen hun deelnemers graag een eenmalige extra uitkering geven, een soort van inhaalindexatie als er een achterstand is. Het is een bedrag dat deelnemers zeer zullen waarderen, maar een iets lagere extra uitkering maakt relatief weinig uit.³

Het afdekken van aandelenrisico is best prijzig en kan complex zijn qua beheer en governance. Niet-lineair afdekken is voor de fondsen met een lagere dekkingsgraad enerzijds aantrekkelijk, omdat de upside wordt opgehouden naar een hogere dekkingsgraad, maar vergt ook een flinke investering in de premie ter grootte van een paar procent dekkingsgraad. Een alternatief, zeker voor rijkere fondsen, is om risico's lineair te reduceren. Dat is in de praktijk al vaak zichtbaar en onder het FTK ook logisch. Een verhoging van de rentehedge door middel van extra swaps en/of het afbouwen van aandelen met behulp van futures, of gewoon door verkopen, is goed uitvoerbaar voor pensioenfondsen. Voor alle Nederlandse fondsen samen wordt een schatting gegeven dat er tussen de 50 miljoen

en 550 miljoen aan DV01 kan worden verhandeld om de gewenste extra rentebeschermt tot aan de transitiedatum in te nemen.⁴ De vraag is of dit tot de transitiedatum de yield-curve meer invers maakt.

Maar opgelet, want het is niet zeker dat de beoogde transitiedatum ook daadwerkelijk gehaald gaat worden. Momenteel is er al sprake van uitstel omdat men er nog niet klaar voor is. In het geval van optie-strategieën betekent dit dat er doorgerold moet worden, wat extra kostbaar is. Het is aan te raden om een eventuele extra bescherming aan te houden tot na de transitiedatum om niet vlak voor de finish alsnog te struikelen. Unwinding kan daarna plaatsvinden.

Indien veel en grote fondsen tegelijkertijd hun (ultra) lange swaps gaan verkopen na de transitiedatum, zou de rente in dat segment van de markt best weleens kunnen stijgen. Dat kan overigens een gunstig effect hebben op de dekkingsgraad van fondsen die nog in transitie moeten. ■

1 ABP, Concept transitieplan, maart 2024

2 Zie S. van Hoogdalem, C. de Groot, Alternatieve methode beschermingsrendement: best of both worlds, Ortec, januari 2024

3 D. Kahneman, A. Tversky Prospect theory, 1979

4 J. de Bakker, Dutch pension reform, Nomura, februari 2023

Disclaimer

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



Martin Sanders

Head of Pension Investments,
AXA Investment Managers

IN HET KORT

Pensioenfondsen streven onder de Wtp naar een inflatiebestendige pensioenuitkering door één optimale returnportefeuille samen te stellen.

Onder de SPR wordt meestal het theoretische beschermingsrendement toebedeeld.

Door ook het overrendement van de matchingportefeuille toe te wijzen, wordt de kans op indexatie hoger.

De meerwaarde van het werken met twee returnportefeuilles bij gebruik van het technisch beschermingsrendement moet nog worden onderzocht.

Indien extra risico-bescherming tot aan de transitiedatum wordt aangehouden, is het van belang deze pas na de transitie af te bouwen.

Strakker rente-afdekkingsbeleid onder de Wtp niet nodig

Door Hans Amesz Fotografie Joep van Drunen



Het is niet noodzakelijk om vanuit de Wtp veel strakker te gaan sturen op rente-afdekking. De renterisico's moeten uiteraard wel beheerst en begrensd worden, want de toegezegde beschermingsrendementen voor de verschillende leeftijdscohorten moeten worden waargemaakt. Dat werd duidelijk tijdens de afsluitende paneldiscussie van het seminar dat Financial Investigator organiseerde over beleggen onder de Wtp.

De grote zaal van het Planetarium in Amsterdam is tot de laatste stoel volledig gevuld voor het seminar 'Beleggen onder de Wtp'. Het is duidelijk: het thema mag zich in warme belangstelling verheugen. Dat geldt ook voor het laatste onderdeel van het programma: de paneldiscussie over het rentebeleid onder de Wtp. Dagvoorzitter Evalinde Eelens legt panelleden Rik Albrecht, Cees Harm van den Berg (APG Asset Management), Jeroen van Bezooijen (PIMCO) en Aldrik Venemans (MN) een aantal prikkelende stellingen voor.

Stelling 1: Een ruim afdekkingsbeleid (met veel duration-, curve- en spreadrisico) onder de Wtp is prima te verantwoorden.

Cees Harm van den Berg: 'Het kan zeker passend zijn, maar het is vooral aan het pensioenfonds zelf om te bepalen waar het zich comfortabel bij voelt. Dat zeg ik omdat er vanuit de Wtp en de memorie van toelichting eigenlijk geen richting wordt gegeven aan hoe strak je het renteafdekkingsbeleid moet vastleggen. Er wordt in feite ook niets gezegd over hoeveel duration-, curve- en spreadrisico je mag lopen. Dus wat dat betreft, kan je als pensioenfonds prima doorgaan met de benadering die je onder het FTK hanteert. Je kunt een strakke of een vrij ruime opdracht aan je LDI-manager geven, dat past allemaal prima onder het nieuwe pensioencontract. Het enige wat De Nederlandsche Bank (DNB) van de pensioenfondsen vraagt, is om in ieder geval het stukje mismatch dat kan ontstaan door het lopen

van extra risico te onderbouwen, te begrenzen en te monitoren. Hopelijk komt er nog wat meer duiding vanuit DNB. Maar ik zie zeker geen aanleiding vanuit de Wtp om het rentebeleid om te gooien en veel strakker te gaan sturen op de renteafdekking. Een stukje mismatch is onder de Wtp toegestaan en kan ook waarde toevoegen voor de deelnemers.'

Rik Albrecht: 'De verschillende renterisico's moeten van tevoren goed in kaart worden gebracht, bijvoorbeeld door een LDI- of ALM-studie. Die risico's moeten natuurlijk beheerst en begrensd worden. Er dient op gestuurd te worden. Je wilt er zo goed mogelijk voor zorgen dat het toegezegde beschermingsrendement voor de leeftijdscohorten ook wordt waargemaakt.'

Stelling 2: In de SPR gaat de rentehedge naar 100% voor alle leeftijdscohorten.

Albrecht: 'In de SPR ga je naar 100% rentehedge voor alle leeftijdscategorieën. Ik zeg niet dat het beschermingsrendement voor iedereen 100% moet zijn. Dat kan 0% of 100% zijn, maar als je een beschermingsrendement toezegt – of dat nu veel of weinig is – dan moet je je portefeuille dusdanig inrichten, dat je het toegezegde beschermingsrendement ook daadwerkelijk verdient. Doe je dat niet, dan kom je in de problemen. In de eerste plaats ontstaan herverdelingsrisico's, want je deelt het beschermingsrendement wel uit, maar verdient het niet. Het komt erop neer dat het beschermingsrendement voor de ouderen opgehoest moet worden door de jongeren. In de tweede plaats ontstaat een verkeerde voorstelling van zaken: je kunt beloftes die je hebt gedaan niet waarmaken. In principe zou je dit met derivatenconstructies kunnen repareren, maar je moet niet vergeten dat derivatenconstructies een duur woord is voor beleggen met geleend geld. Als je geld leent of derivaten gebruikt, moeten rentekosten worden betaald. Dat zijn allemaal dingen waar rekening mee moet worden gehouden. Dat, om een voorbeeld te noemen, het effectieve beschermingsrendement dat een deelnemer krijgt niet 80% maar 50% is, moet eerlijk naar de deelnemers worden gecommuniceerd, anders schend je een belangrijk moreel principe van eerlijke communicatie en het voorkomen >



VOORZITTER

Evalinde Eelens

Professioneel Pensioenfondsbestuurder en Intern Toezichthouder, Ravenna Consulting



Rik Albrecht

Professioneel bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie, Toezichthouder, diverse pensioenfondsen, Adviseur, Roccade Advies



Cees Harm van den Berg

Expert Strategist, APG Asset Management



Jeroen van Bezooijen

Executive Vice President, Head of EMEA Solutions, PIMCO



Aldrik Venemans

Senior Actuaris, Beleidsadviseur, MN

‘Een stukje mismatch is onder de Wtp toegestaan en kan ook waarde toevoegen voor de deelnemers.’

van misrepresentatie. Daar zal de AFM zeker een mening over hebben en de pers zal sommetjes gaan maken om te controleren of pensioenfondsen hun toezeggingen waarmaken. Dat wordt prijsschieten op de betreffende pensioenfondsen.’

Stelling 3: In de collectieve uitkeringsfase binnen de SPR is het noodzakelijk om de rentehedge aflopend per leeftijd in te richten.

Aldrik Venemans: ‘Veel pensioenfondsen denken dat een rentehedge van 100% noodzakelijk is om herverdelingen als gevolg van rentebewegingen te voorkomen. Als je een 80% rentehedge wilt inrichten voor de collectieve uitkeringsfase, maakt het nogal wat uit hoe je dat verdeelt over de verschillende leeftijds-categorieën, want het effect van een rentebeweging verschilt per leeftijd. Het gemaakte rendement hangt af van de openstaande duration. Een net gepensioneerde zou je misschien een rentehedge van wel 90% moeten geven en een honderdjarige helemaal geen, om gemiddeld op 80% uit te komen. Je moet dus de rentehedge afbouwen om herverdelings-effecten te voorkomen. Ik weet dat er allerlei ingewikkelde constructies worden bedacht om de herverdelingen binnen de wettelijke perken te houden. Ik vind dat je het aan de voorkant gewoon netjes moet houden en zeggen: ik ga het beschermingsrendement veel beter toedelen. Dus niet aan iedereen 80%, maar als gezegd bijvoorbeeld 90% aan de 67-jarigen en 0% aan de 100-jarigen. Dan heb je niet te maken met herverdelingseffecten.’

Stelling 4: In het nieuwe pensioenstelsel zijn swaps niet meer het instrument van keuze voor het beheer van renterisico.

Jeroen van Bezooijen: ‘Als je onder het FTK de verplichtingen volledig wilde afdekken voor het renterisico, moest de hele portefeuille bestaan uit langlopende obligaties. Dat wilde niemand. Aandelen waren immers ook in de rendementspor-

tefeuille gewenst. Door het gebruik van swaps had de portefeuillemanager de mogelijkheid om twee dingen uit elkaar te trekken. Er konden beslissingen worden genomen over de hoeveelheid aandelen ten opzichte van de afgedekte hoeveelheid renterisico. Dat werkte goed. Er zit wel een kostenpost aan het gebruik van swaps, want je moet ook collateral aanhouden om aan de margevereisten te kunnen voldoen. Nu we richting het nieuwe pensioenstelsel gaan, hebben we – zoals veel sprekers tijdens dit seminar hebben aangegeven – minder duration nodig. Dan heb je al die swaps eigenlijk niet meer nodig. De duration kan je opbouwen via de portefeuille van staatsobligaties.’

Van den Berg: ‘Ik ben het niet eens met de strenge stelling dat swaps er in het nieuwe pensioenstelsel allemaal uitgaan. We zijn ook in het nieuwe stelsel bezig met het optimaliseren van het beleggingsbeleid en een onderdeel daarvan kan zijn om met zo min mogelijk laagrenderende staatsobligaties een zo hoog mogelijk portefeuillerendement te creëren, passend bij de risicohouding van de deelnemers. Daarbij is echt nog wel een significante rol voor renteswaps weggelegd. Het betreft dus een combinatie van cash, minimaal benodigde staatsobligaties en renteswaps om aan de rentebeschermt te voldoen. De rest kan in credits en ook in alternatieve, illiquide beleggingscategorieën gestopt worden om een beter pensioenresultaat te genereren. Je gaat wel minder heel lange swaps gebruiken, omdat de looptijd van de beloofde bescherming voor het renterisico wat korter wordt.’

Venemans: ‘Wij zien dat de lange staatsobligaties vooral risico gaan opleveren in de matchingportefeuille en daarom minder zullen worden gebruikt. Uitgaande van het theoretisch beschermingsrendement is dat een onbeloofd risico. Wij hanteren liever swapconstructies en gebruiken de risicoruimte liever voor credits en hypotheek, omdat dan naar verwachting sprake is van een beloofd risico.’

‘Nu we richting het nieuwe pensioenstelsel gaan, hebben we minder duration nodig.’

Stelling 5: Het is wenselijk om tijdelijk (in het huidige FTK) voor meer renteafdekking te kiezen in aanloop naar het invaarmoment.

Van den Berg: ‘Een van onze klanten

heeft vorig jaar besloten om de renteafdekking richting het invaarmoment te verhogen. De rente was toen nog wat hoger en er was sprake van een voldoende hoge dekkingsgraad, waardoor het fonds veel transitiedoelen waar zou kunnen gaan maken. Vanwege de hoe dan ook bestaande onzekerheid, is ervoor gekozen aan de kant van de dekkingsgraad een stukje stabiliteit in te bouwen door de renteafdekking toch wel nadrukkelijk te verhogen en minder renterisico te lopen richting het invaarmoment. Deze beoogde stabiliteit in de ontwikkeling van de financiële positie heeft zich ook laten zien in het afgelopen halfjaar. Ik hoor dat meer pensioenfondsen misschien hun renteafdekking willen verhogen of dat al hebben gedaan. Het gaat hier om een wezenlijke stap in het besluitvormingsproces rondom de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Wij zagen de keuze tot het tijdelijk verhogen van de renteafdekking als een tactisch besluit richting het invaarmoment, maar daar was De Nederlandsche Bank het niet mee eens. De toezichthouder heeft ons naderhand gevraagd om bijvoorbeeld een aanvangshoudbaarheidsstoets te doen en met sociale partners nog een aantal besluitvormingsstappen te doorlopen. Dat hebben we gedaan.’

Venemans: ‘Onze visie is dat verhoging van de renteafdekking wel een tactisch besluit is. Het is tijdelijk en op een gegeven moment wordt er weer afgebouwd.’

‘Als je een beschermingsrendement toezegt, dan moet je je portefeuille dusdanig inrichten dat je het toegezegde beschermingsrendement ook daadwerkelijk verdient.’

‘Wij zien dat de lange staatsobligaties vooral risico gaan opleveren in de matchingportefeuille.’

Het gaat om een tijdelijke afwijking van de strategie en dat moet je natuurlijk verantwoorden en netjes afspreken met de organen waarmee de strategie is afgestemd en misschien zelfs met de sociale partners, als de aanpassing leidt tot een vereist eigen vermogen buiten de afgesproken bandbreedte van de kortetermijnrisicohouding.’

Vanuit de zaal wordt gevraagd of er in het rentebeleid ook ruimte is voor een rentestafel en of je dan per staffel ook te maken hebt met een andere set van toedelingsregels. Van den Berg vindt dat er zeker ruimte bestaat voor dynamisch beleid: een dynamische rentestafel. Volgens Van Bezooijen is er niets op tegen om de toedelingsregels dynamisch aan te passen. Albrecht waarschuwt ervoor dat er niet met het beschermingsrendement ‘gespeeld’ mag worden, met name als het gaat om oudere deelnemers. ‘Ik weet niet hoe vaak je het beleid voor de toedeling van beschermingsrendement kunt aanpassen, maar ik denk dat dat zeer sporadisch gaat gebeuren en bovendien moet dat op basis van de risicohouding. Het toedelingsbeleid moet passen bij de risicohouding, niet bij een rentevisie.’

Evalinde Eelens vraagt zich af hoe de panelleden de rol van ALM-studies in de Wtp zien. Van Bezooijen zegt dat die natuurlijk blijven bestaan. ‘Het doorrekenen van verschillende scenario’s en wat de uitkomsten daarvan zijn, zal niet verdwijnen. Het beleid moet periodiek getoetst worden.’ Albrecht is het daarmee eens. ‘In het nieuwe contract is ook sprake van verplichtingen, namelijk verplichtingen die het pensioenfonds op zijn eigen schoulers legt. Sterker: deze quasi-verplichtingen nemen toe omdat het fonds niet alleen beschermingsrendementen, maar ook overrendementen toezegt. Als je overrendementen toezegt en je belegt helemaal niet in zakelijke waarden, dan gaat het mis.’ ■

IN HET KORT

Onder de Wtp kan een ruim renteafdeckingsbeleid passend zijn, maar het is aan het pensioenfonds zelf om te bepalen waar het zich comfortabel bij voelt.

Als een bepaald beschermingsrendement wordt toegezegd, moet de portefeuille dusdanig worden ingericht dat het toegezegde beschermingsrendement ook daadwerkelijk wordt verdiend.

Om herverdelingseffecten te voorkomen, moet in de SPR in de uitkeringsfase de rentehedge worden afgebouwd afhankelijk van de leeftijd van de deelnemers.

Lange staatsobligaties gaan vooral risico opleveren in de matchingportefeuilles en zullen dus minder worden gebruikt.

Risico's oude en nieuwe pensioenstelsel vergeleken

'We gaan van vaste uitkeringen naar variabele uitkeringen!' Dat is een veelgehoorde uitspraak als het gaat over de overgang van het oude naar het nieuwe pensioenstelsel. Maar klopt dat wel? Zijn de risico's onder de Wtp groter dan onder het FTK?

Door Anne Laning

Zoals wel vaker ligt het wat genuanceerder. Laten we na een korte introductie over risico's bij pensioenfondsen kijken naar de verschillen tussen de risico's onder het oude en het nieuwe stelsel. Op hoofdlijnen, want per pensioenfonds kan de situatie anders zijn.

Financiële risico's bij pensioenfondsen

De belangrijkste bron voor financiële risico's bij pensioenfondsen binnen een stelsel van kapitaaldekking is dat de beleggingen een andere ontwikkeling laten zien dan de verplichtingen. Dit omvat zowel het beleggingsrisico als het renterisico.

Deze risico's moeten beheerst worden, bijvoorbeeld door gehele of gedeeltelijke renteafdekking, door te zorgen dat het beleggingsrisico past bij het risicoprofiel van degenen die het effectief dragen, en door toereikende

buffers. Ondanks verstandig beleid blijft er dan nog wel risico over. Immers, zonder risico ook geen rendement.

Vroeger werd het resterende risico gedragen door de werkgevers: de tijden van de premie-holidays en de bijstortingen. Met de groei van het pensioenvermogen werden deze risico's onbetaalbaar, dus al meer dan 10 jaar liggen deze risico's in meerderheid bij het collectief van de deelnemers. Denk bijvoorbeeld aan de kortingen voor miljoenen deelnemers in 2013.¹

Onder de Wtp ligt het risico bij de individuele deelnemers, afgestemd op het risicoprofiel per leeftijdsgroep: voor jongeren meer risico voor meer perspectief op rendement, voor ouderen minder risico om het korten van uitkeringen te voorkomen.

Dit is echter nog geen antwoord op de vraag of de



risico's in het nieuwe stelsel hoger of lager zijn.

Risico's oude pensioenstelsel

Binnen het FTK wordt het risico voor alle deelnemers eerst opgevangen door het eigen vermogen. Het uitgangspunt van het FTK is dat als een pensioenfonds over het vereiste eigen vermogen beschikt, de kans maximaal 2,5% is dat het fonds na een jaar in onderdekking komt. De formule voor de berekening van het vereiste eigen vermogen is met name afhankelijk van de stand van de rente en de mate waarin een pensioenfonds blootgesteld is aan financiële risico's, oftewel de mate van renteafdekking en de mate waarin in zakelijke waarden belegd wordt.

De norm van maximaal 2,5% geldt voor alle pensioenfondsen, maar het feitelijke risico voor deelnemers

verschilt. Als een pensioenfonds over meer dan het vereiste eigen vermogen beschikt, is het werkelijke risico lager. Als het fonds over minder beschikt en daarmee een reservetekort heeft, is het risico hoger. Zo'n reservetekort mag maximaal 12 jaar bestaan.

Als een pensioenfonds niet kan aantonen dat het binnen 12 jaar kan herstellen, moeten de pensioenen uiteindelijk gekort worden. En als langer dan 6 jaar het minimaal vereiste eigen vermogen (circa 104%) niet aanwezig is, moet er ook gekort worden. Daarmee bestonden er in het oude stelsel dus geen vaste, gegarandeerde uitkeringen.

Risico's nieuwe pensioenstelsel

Onder de Wtp wordt het risico voor actieven en slapers geaccepteerd en voor gepensioneerden eerst uitgesmeerd, veelal tussen

‘Het feitelijke risico onder de Wtp lijkt lager dan wat er onder het FTK werd beoogd.’

de 3 en 5 jaar. Voor wat dan resteert, plus wat er uit het verleden nog op de lat staat, worden uitkeringen aan-gevuld uit de solidariteits-reserve² en als die leeg is, betekent dat het korten van pensioenen. Er zijn geen voorschriften over hoe hoog de solidariteitsreserve moet zijn. Het is aan de sociale partners om de doelstellingen van de solidariteits-reserve aan te geven en het is aan het bestuur om te bepalen hoe die solidariteits-reserve gevuld wordt en welke hoogte wordt nage-streefd.

Bij de meeste fondsen waarvoor dit nu bekend is, is het belangrijkste doel van de solidariteitsreserve om verlagingen van uitkeringen te voorkomen. De gemiddelde nagestreefde omvang is 6%. Daarnaast moet elk pensioenfonds een minimaal vereist eigen vermogen en een operationele reserve aanhouden. Gemiddeld zijn die samen 2,1%.

Vergelijking risico's oud en nieuw

Om de risico's tussen oud en nieuw goed te vergelijken, moeten we weten hoe pensioenfondsen nu en straks beleggen, welke buffers ze daarvoor zouden moeten aanhouden en in welke mate die buffers ook daadwerkelijk aanwezig zullen zijn. Dat kunnen we voor 12 pensioenfondsen bepalen waarvan het (voorgestelde) beleggings-beleid onder de Wtp nu bekend is.

Deze 12 fondsen belegden eind 2022 gemiddeld 60% in zakelijke waarden en dekten 55% van het renterisico af. Dat leidde tot een vereiste buffer van 121,4%. Onder de Wtp worden jongeren voor gemiddeld 99% bloot-gesteld aan overrendement en voor 5% aan rente-afdekking. Als we de exposure naar overrendement gelijkstellen aan beleggen in zakelijke waarden, wat niet geheel correct is maar wel een indicatie geeft³, dan zou dit beleid onder het FTK tot een vereiste buffer van rond de 130% leiden: de helft risicovoller, zou je kunnen zeggen. Hier staat een hoger verwacht rendement tegen-over.

Onder de Wtp worden gepensioneerden voor gemiddeld 37% blootgesteld aan overrendement en voor 95% aan renteafdekking. Onder het FTK zou dit beleid op basis van dezelfde aanname tot een vereiste buffer van circa 113% leiden: bijna de helft minder risicovol, zou je kunnen zeggen.

Maar zijn deze buffers er nu en straks ook? De 12 fondsen hadden eind 2023 een gemiddelde dekkings-grad van 117,8%, zodat circa 83% van de vereiste buffer ook aanwezig is. Daarmee is er sprake van een reservetekort en is het feitelijke risico dus hoger dan de door het FTK beoogde 2,5%. Als met deze dekkingsgraden wordt ingevaren, leidt dat tot een

buffer van gemiddeld 116,8%, bestaande uit het minimaal vereiste eigen vermogen, een operationele reserve en een volledig aan gepensioneerden toegere-kende solidariteitsreserve.⁴ Dat is circa 130% van de buffer die bij dit beleid toereikend lijkt. Daarmee lijkt het feitelijke risico onder de Wtp dus lager dan wat er onder het FTK werd beoogd. Het risico daalt van hoger dan 2,5% naar lager dan 2,5%.

En de verwachte indexatie dan? Weliswaar heeft de lagere exposure naar over-rendement na pensionering een verlagende invloed op de verwachte indexatie onder de Wtp, maar het huidige reservetekort onder het FTK heeft ook een verlagende invloed op de verwachte indexatie onder het FTK. Per saldo verwacht ik gemiddeld wel een iets lagere indexatie na de overgang, maar dit kan meer dan gecompenseerd worden door een hogere verwachte startuitkering. Die komt tot stand door een hoger verwacht rendement in de opbouwfase en, voor bestaande deelnemers, door de buffervrijval bij invaren.

Mijn conclusie is daarom dat we van variabele uitkeringen naar minder variabele uitkeringen gaan, die naar verwachting ook nog eens hoger zijn. ■

- 1 R. ter Hoeven, W. Kevelam, A. Laning, Werkelijke risicodeling binnen het Nederlandse pensioenstelsel: een empirisch onderzoek. *Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 90(10)(2016): 391-405. <https://doi.org/10.5117/mab.90.31182>
- 2 Waar gesproken wordt over de solidariteits-reserve binnen de solidaire premieregeling, kan ook de risicodelingsreserve binnen de flexibele premieregeling worden gelezen.
- 3 Dit is waarschijnlijk een overschatting van het risico.
- 4 Deze volledige toerekening aan gepensio-neerden is een overschatting van de beschikbare buffer als er ook andere doelen voor de solidariteitsreserve zijn. Bij de meeste fondsen is het belangrijkste doel van de solidariteitsreserve om uitkeringen tegen dalingen te beschermen.

Dit artikel is een bewerking van eerdere bijdragen op LinkedIn en op persoonlijke titel.



Anne Laning

Toezichtouder, internal auditor, PhD-onderzoeker en docent.

IN HET KORT

Binnen het FTK wordt het financiële risico eerst opgevangen door het eigen vermogen van het fonds (en daarmee door het collectief). Als dat uiteindelijk onvoldoende is, volgen er kortingen.

Onder de Wtp ligt het financiële risico bij de individuele deelnemers, afgestemd op het risicoprofiel per leeftijdsgroep. De solidariteitsreserve moet kortingen helpen voorkomen.

Een vergelijking van de bruto risico's en daarvoor aanwezige buffers tussen het FTK en de Wtp leert dat het netto risico voor gepensioneerden daalt.

Onder de Wtp zullen de uitkeringen naar verwachting minder variabel én hoger zijn in vergelijking met het FTK.

Vooruitzichten voor high yield aantrekkelijk

Door Hans Amesz Fotografie Joep van Drunen



Ondanks de oorlogen in Oekraïne en Gaza, corona, en een enorme inflatie is de high yield-markt veerkrachtig gebleven: het aantal wanbetalingen is nauwelijks gestegen. De komende drie tot vijf jaar kunnen rendementen worden verwacht die in de buurt komen van die van aandelen.

We kennen allemaal de definitie van high yield, maar de markt is in de afgelopen decennia heel snel gegroeid. Welke subsegmenten kunnen worden onderscheiden?

Walter Leering: ‘De definitie van high yield is breed: staatsschuld, private debt, obligaties, leningen. Je kunt het bekijken op wereldschaal of op regionale schaal, alleen ontwikkelde markten meenemen of ook emerging markets. Meestal heeft high yield betrekking op de public market, maar in de afgelopen jaren is een categorie als private credit sterk gegroeid en toegankelijker geworden voor particuliere beleggers.’

Sevinç Acar: ‘De vaardigheid en het geduld van de manager zijn belangrijk bij het opbouwen van een portefeuille van goede kwaliteit. Daarvoor heb je ook aan de public side in het high yield-deel liquiditeit nodig, tegen acceptabele spreads.’

Xavier Blaitreau: ‘Beleggers kunnen op veel verschillende manieren toegang krijgen tot de high yield-markt. Ik denk dat er een aanpak is voor elk type doelstelling, van alleen obligaties en senior leningen tot strategieën die arbitrage kunnen toepassen tussen obligaties en leningen.’

Daniel Kraft: ‘Ongeveer tien jaar geleden was de high yield-obligatiemarkt de belangrijkste markt voor leveraged credit-uitgiften. Nu, met de groei in leningen met leverage en in private credit, zijn deze markten bronnen van kapitaal voor emittenten van leveraged credit.’

Ian Bates: ‘De Europese high yield-markt was zo’n twintig jaar geleden slechts een vijfde van de huidige omvang. Maar de afgelopen twee tot drie jaar is de markt gekrompen. Velen vinden dat moeilijk te begrijpen, want de rente is gestegen en natuurlijk zijn veel bedrijven afgewaardeerd naar high yield. Wat we echter hebben gezien, is dat sommige bedrijven, met het oog op de moeilijker wordende economische omstandigheden, gewoon schulden hebben afgelost. Een van de redenen waarom we niet meer zwakte in de high yield-markt zien, is dat de markt krimpt op een moment dat meer beleggers naar deze beleggingscategorie alloceren omdat het rendement is gestegen. De high yield-obligatiemarkt is gekrompen omdat het netto aanbod laag is, terwijl de leveraged credit-markten – leveraged loans en private credits – blijven groeien.’

Zijn het de kleine bedrijven die zich terugtrekken uit de high yield-markten?

Wai Lee Koon: ‘Onze klanten zien dat ze impact kunnen hebben aan de private kant. De extra toename van investeringen in de private kredietverlening komt enerzijds door de hogere opbrengsten en anderzijds door ESG-overwegingen. Zowel high yield als private credit zijn belangrijk in het nieuwe pensioencontract waar we in de toekomst mee te maken krijgen.’

Moeten de financials bij het investeren in high yield worden uitgesloten of niet?

Acar: ‘Wij sluiten financials in het high yield-universum uit, omdat de kapitaalstructuur vaak minder transparant is. Daarnaast beleggen we ook niet in achtergestelde financials zoals CoCo’s. Wat betreft financial bonds moet je welhaast juridische kennis hebben om alle mitsen en maren in de obligatiedocumentatie goed te kunnen begrijpen vanwege de complexe kapitaalstructuur.’

Blaitreau: ‘Als je in je portefeuille exposure hebt naar financial bonds, heb je een team van specialisten nodig dat goed op de hoogte is van de regelgeving en weet hoe zo’n obligatie geprijsd moet worden. Sommige managers raken financials in het high yield-domein niet aan omdat er >

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Sevinç Acar,
NN Group
Ian Bates,
Neuberger Berman
Xavier Blaitreau,
bfinance
Wai Lee Koon,
MN
Daniel Kraft,
PIMCO
Walter Leering,
InsingerGilissen



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus, waar hij het vermogensbeheer doet voor een selecte groep klanten en medeverantwoordelijk is voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Hij is auteur van onder andere Beleggen met Technische Analyse. Hij studeerde Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



Sevinç
Acar

Sevinç Acar is Head of Public Market bij NN Group. In deze rol is zij verantwoordelijk voor de publieke vastrentende producten en aandelen van de beleggingsportefeuille van NN. Daarvoor was zij Investment Director Fixed Income bij PGGM. Zij heeft een Master Bedrijfs-economie behaald aan de Universiteit Maastricht.



Ian
Bates

Ian Bates is sinds 2014 Senior Vice President bij Neuberger Berman. Hij is een Associate Portfolio Manager en Trader met een focus op European non-investment grade credit. Eerder werkte hij als Senior PM bij AXA IM, met een focus op European credit. Ook is hij werkzaam geweest bij Blackrock en Merrill Lynch. Bates heeft een BA behaald aan de Universiteit van Nottingham en is CFA charterholder.



Xavier
Blaiteau

Xavier Blaiteau is Director Fixed Income bij bfinance. Hij trad daar in februari 2017 in dienst als Analist binnen het Public Market-team. Voordat hij bij bfinance kwam, bracht hij twee jaar door bij Lyxor Asset Management in managerselectie voor zowel beleggingsfondsen als hedgefondsen. Blaiteau heeft een Master in Financiën behaald aan de ESSCA in Frankrijk.



Wai Lee
Koon

Wai Lee Koon is Portfolio Manager External Fixed Income bij MN, waar hij sinds 2015 werkt. Hij is verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van externe beheerders op het gebied van high yield en Europese bankleningen. Koon heeft een MSC Business Administration Financial Management behaald aan de VU Amsterdam.



Daniel
Kraft

Daniel Kraft is Vice President en Product Strategist bij PIMCO in Londen en richt zich op global credit strategies. Daarvoor was hij Assistant Vice President bij Barclays, waar hij onderdeel was van het Institutional Fixed Income Sales-team. Kraft heeft een MBA in Analytic Finance van de Booth School of Business van de University of Chicago en is een CFA charterholder.



Walter
Leering

Walter Leering is Senior Portfolio Manager bij Insinger-Gilissen. Hij maakt deel uit van het Fixed Income-team van Quintet, dat verantwoordelijk is voor het beheer van single-line modelportefeuilles. Hij begon zijn carrière in 2008 als Fixed Income Analyst. Leering behaalde zijn Masters in Business Administration en in Investment Management aan de VU Amsterdam.

te veel risico aan verbonden is. Dat neemt niet weg dat sommige beleggers, misschien zonder het te weten, wél zijn blootgesteld aan dit soort beleggings-categorieën.

Koon: ‘Wij hebben strikte richtlijnen en sluiten financials op dit gebied uit. Wij willen alleen exposure naar bedrijven hebben en dat hebben we al zonder financials.’

Kraft: ‘Waar het volgens ons echt op neerkomt, is of je wel of niet denkt dat je manager een voorsprong heeft in het toevoegen van waarde door te beleggen in financials, en in achtergestelde financials in het bijzonder. Kapitaalstructuren van financials zijn inderdaad complex, maar daardoor kun je ook een complexiteitspremie verdienen. Veel van deze obligaties zijn achtergesteld, en dat kan een achterstellingspremie opleveren. Er zijn dus goede argumenten om te beleggen in financials. Uiteindelijk komt het neer op de vaardigheid van de manager.’

Koon: ‘Na de kredietcrisis hebben wij financials uitgesloten. We beheren de pensioenen van deelnemers en willen dat zo veilig mogelijk doen tegen de juiste rendementen. Met het toevoegen van financials ontstaat extra risico voor het rendement.’

Leering: ‘We hebben belegd in financials, maar wel via aparte strategieën, aparte fondsen die gewijd zijn aan het investeren in achtergestelde obligaties van financiële instellingen. Bij het selecteren van de manager of de strategie heb je verschillende soorten risicobereidheid. Onze klanten kunnen in overeenstemming met hun eigen risicobereidheid een keuze maken uit de verschillende fondsen.’

‘De private debtmarkt is heel, heel snel gegroeid en moet nog getest worden.’

Waar zit in deze markt de belangstelling voor het financials segment?

Kraft: 'Aan de institutionele kant staan sommige beleggers open voor het opnemen van financials in hun mandaten. Wij nemen financials op in de benchmarks die wij gebruiken voor onze beleggingsfondsen. Zoals al is gezegd, is er zeker ook vraag naar gespecialiseerde strategieën. Dat is een relatief grote business voor ons.'

Wat is voor institutionele beleggers de aantrekkingskracht van beleggen in high yield? Is dit in de loop van de tijd veranderd?

Koon: 'Naar onze mening is er door de jaren heen niet veel veranderd. Het is meer geëvolueerd. We zijn naar de hoge kwaliteit van het high yield-spectrum gegaan en hebben er meer ESG-overwegingen aan toegevoegd.'

Acar: 'Het gaat om een goed gespreide categorie en het beschikt over een goed rendement. We worden meer risicobewust en willen dus betere rendementen tegen acceptabele risico's. ESG wordt ook steeds belangrijker en daarmee het vinden van betere ESG-oplossingen binnen high yield. Overigens is het Europese high yield-deel beter uitgerust voor het ESG-beleid dan het Amerikaanse deel, vanwege de sectorale dynamiek in de Verenigde Staten, zoals meer olie- en energie-bedrijven, et cetera. Er is dus altijd plek voor high yield, maar de structuur, de inhoud, is veranderd.'

Bates: 'De rente gaat naar verwachting dalen. Dat betekent rugwind voor het rendement van high yield. Als de economie verbetert, na de huidige redelijk moeilijke tijd, is er ook ruimte voor spreads om te stijgen. Wat betreft ESG zou ik zeggen dat het om een markt gaat waar zich heel wat mogelijkheden voordoen om te praten en te werken met managementteams en sponsors teneinde de ESG-prestaties in de markt te helpen verbeteren. Dat de Europese high yield-markt in dat opzicht een beetje achterloopt op de markt voor investment grade en sommige andere public markets, is ook het vermelden waard.'

Kraft: 'Als je naar de Sharpe-ratio's kijkt, is high yield een behoorlijk aantrekkelijke beleggingscategorie. Als je het vergelijkt

'Het merendeel van de mandaten die wij zien, betreft high yield uit ontwikkelde markten.'

met andere asset classes, zowel binnen fixed income als in vergelijking met aandelen, zijn de Sharpe-ratio's voor high yield over langere perioden vrij hoog. In normale marktomstandigheden – niet die in 2022 – neigen high yield-obligaties ook meestal naar een licht negatieve correlatie met het rendement op staatsobligaties. Dat kan heel aantrekkelijk zijn in de context van een bredere vastrentende portefeuille.'

Waarom hebben sommige institutionele beleggers nog steeds geen high yield in hun portfolio?

Acar: 'Het verrast me om dat te horen, want er is altijd een plek voor high yield binnen de asset-mix, alleen al vanuit het oogpunt van diversificatie.'

Koon: 'Sommige institutionele beleggers hebben geen high yield in hun portefeuille, maar hebben daarvoor in de plaats private credit. Misschien geven ze de voorkeur aan het hogere rendement dat ze krijgen aan de private kant. Ik vind high yield nog steeds aantrekkelijk. Binnen het credit-universum zou ik vanwege liquiditeitsredenen de voorkeur geven aan een combinatie van high yield en private credit.'

Leering: 'Wij hebben high yield opgenomen in de strategische asset allocatie, onder andere vanwege de diversificatie. We denken dat high yield op de lange termijn een aantrekkelijke beleggingscategorie is.'

Blaiteau: 'De algemene beleggingscase voor high yield is de afgelopen jaren veranderd. Beleggers zaten in een omgeving met heel lage rentes en wilden, bijvoorbeeld via high yield, extra rendement toevoegen aan hun portefeuille. In een omgeving met stijgende rentes zagen ze bijvoorbeeld hernieuwde belangstelling voor de strategie van senior leningen en >

meer in het algemeen voor beleggings-categorieën met een korte looptijd, omdat die er gunstig uitzagen. Dit laat onverlet dat er zeker een strategisch belang is voor high yield in elke portefeuille. Er zijn klanten die binnen hun strategische asset allocatie misschien geen stand-alone high yield-allocatie hebben, maar die krijgen high yield mogelijk ook uit andere portefeuilles. We hebben meer dan zestig strategieën in de euro investment grade-markten beoordeeld en het bleek dat de gemiddelde manager een allocatie naar high yield had van tussen de 5 en 10%. Dus nogmaals, zelfs als je geen op zichzelf staande allocatie naar high yield hebt, kun je high yield hebben binnen andere strategieën.

Waar zit het verschil tussen high yield-obligaties en emerging market debt? Of weet iedereen dat ze verschillend zijn en niet met elkaar concurreren?

Leering: ‘Ik denk dat de drijfveren om te beleggen in de high yield-markt en in EMD heel verschillend zijn. De algemene EMD-markt heeft een vrij lange looptijd, dus ben je behoorlijk blootgesteld aan de Amerikaanse treasury-curve. De high yield-markt heeft natuurlijk een veel lagere duration. Bij EMD ben je meer blootgesteld aan politieke situaties in plaats van, zoals bij high yield, hoe bedrijven of sectoren het doen. Er is een fundamenteel verschil tussen high yield en EMD.’

Bates: ‘Veel van onze wereldwijde high yield-producten hebben een allocatie naar opkomende markten. Je hebt een iets andere set vaardigheden nodig om de twee markten – high yield en EMD – te analyseren. Wij zijn van mening dat er in portefeuilles ruimte is voor beide.’

Blaiteau: ‘Als beleggingscategorie is EMD veel breder en anders dan high yield. Er

zijn ruwweg tachtig opkomende landen met evenzoveel verschillende verhalen, verschillende cycli van hun monetaire beleid, enzovoort.’

Kraft: ‘Ik denk dat dat ook de reden is waarom veel beleggers, vooral institutionele, bij global high yield meestal aan high yield uit ontwikkelde markten denken. Sommige beleggers vinden dat mondiaal betekent ‘inclusief emerging markets’. Maar het merendeel van de mandaten die wij zien, betreft high yield uit ontwikkelde markten. EMD wordt door veel beleggers behandeld als een aparte beleggingscategorie.’

Er wordt gezegd dat de high yield-markt minder efficiënt is dan de investment grade-markt. Maakt dit van deze markt een actieve markt?

Kraft: ‘Het pleidooi voor actief beleggen in high yield is in elke marktomgeving sterk, maar vooral in meer volatiele omgevingen en omgevingen met meer dispersie en waar sprake is van meer wanbetalingen. Want juist datgene dat je niet bezit in de high yield-markt, kan veel uitmaken voor je total return performance en voor je relatieve performance ten opzichte van de benchmark. Normaal gesproken kent de high yield-markt wereldwijd een wanbetalingspercentage van tussen de 3 en 4%. Dus de samenstelling van je portefeuille en de mate waarin je wanbetalingen of waardevermindering van kapitaal kunt voorkomen, zijn meestal belangrijk voor je rendement. Dat is in onze ogen het belangrijkste argument voor actief beleggen op de high yield-markt.’

Blaiteau: ‘Passieve managers gebruiken sampling-strategieën en proberen de belangrijkste kenmerken van de high yield-index te repliceren. Je zult echter nooit een volledige replicatie bereiken omdat het bijna onmogelijk is om elke obligatie in een index te houden. En gezien het natuurlijke verloop in de index (met obligaties die vervallen of nieuwe emissies) moeten passieve managers ook effecten kopen en verkopen in een markt waar de transactiekosten hoog kunnen oplopen. Daarom valt er veel te zeggen voor actief beheer.’

‘Wij sluiten financials in de high yield-markt uit, omdat de kapitaalstructuur vaak minder transparant is.’

Acar: ‘De grootste zorg voor de asset class is wanbetaling. Daarom is actief management belangrijk voor kredietselectie vanwege het asymmetrisch risicoprofiel, want je wilt juist graag dat er meer rendement wordt behaald. Daarnaast denk ik dat het high yield-universum ook niet geschikt is voor passief beheer, omdat je dan ook waarde-loze namen dwangmatig moet kopen die je eigenlijk niet in je portefeuille wilt hebben.’

Bates: ‘Ik ben het eens met wat er is gezegd over passief beleggen in de high yield-markt. Wat maakt een goede high yield-manager? Dat is de vraag waar het om draait. Het gaat om goed credit-onderzoek doen, er tijd in steken om de managementteams en de sectoren te leren kennen, weten hoe ze werken, en ook de sponsors en de uiteindelijke eigenaren van de assets te kennen. Als je beschikt over voldoende goede en ervaren analisten, zou je in staat moeten zijn beter te presteren dan de benchmark.’

Leering: ‘Je hebt omvang nodig om te kunnen beschikken over de middelen om credit-onderzoek te doen, om genoeg analisten te hebben en om de infrastructuur te hebben om goed in de markt te kunnen opereren. Grootte is iets om rekening mee te houden.’

Koon: ‘Wij zoeken managers die een bottom-up fundamentele kredietanalyse uitvoeren, aangevuld met een top-down macrobeeld. Je hebt daarnaast een actieve manager nodig om het ESG-engagement te doen met de kleinere bedrijven, teneinde daar verbeteringen door te voeren.’

Kraft: ‘High yield is, zoals opgemerkt, duidelijk een bottom-up asset class. Daar is geen twijfel over mogelijk. Maar je kunt niet in high yield beleggen en de macro volledig negeren. Het hebben van een goed macroproces als fundament van het high yield-beleggingsproces, is van groot belang. Bij ons staat het top-down proces centraal en vormt het de basis van ons denken. Het is dus belangrijk voor ons om macro-economisch denken toe te passen op het high yield-beleggingsproces.’

‘De gemiddelde credit rating in high yield is nu BB, in de buurt van investment grade.’

Krijgt high yield in het nieuwe pensioensysteem een nieuwe rol?

Koon: ‘Dat zien we niet echt. We zien nog steeds dat high yield in de returnportefeuille moet zitten, ook vanwege het risicoprofiel.’

Is ESG-implementatie geschikt voor high yield asset classes?

Acar: ‘Ik hoop het, want we gaan naar een duurzamere wereld. Portefeuillebeheerders en analisten moeten proberen bedrijven in de juiste richting te duwen, want vaak weten deze bedrijven niet of niet goed hoe ze in lijn met bijvoorbeeld het Akkoord van Parijs moeten handelen. Als een vermogensbeheerder over de juiste vaardigheden beschikt, kan die ESG op een slimme manier in de portefeuille integreren.’

Bates: ‘Laten we niet vergeten dat een aantal bekende faillissementen in het verleden ondernemingen met overduidelijke ‘red ESG flags’ betroffen, dus ESG is belangrijk. Als wij met managementteams praten, merken we dat ze er over het algemeen alles aan willen doen om hun reputatie op het gebied van ESG te >



‘Meer high yield-emittenten zouden de markt van groene obligaties kunnen aanboren.’

verbeteren en naar investeerders luisteren. Ze staan open voor het implementeren van ideeën. Wij denken dat het een goede zaak is bedrijven zover te krijgen dat ze zich aan ESG-doelen committeren en zich verbeteren.’

Kraft: ‘High yield wordt van oudsher gezien als een minder geschikte beleggingscategorie voor ESG-beleggen, voornamelijk omdat het complexer is en meer middelen vergt om de ESG-analyse in de high yield-markt uit te voeren. Als een vermogensbeheerder echter een geïntegreerde duurzaamheidsfilosofie heeft, zoals wij, waarbij ESG in alle bedrijfsactiviteiten is geïntegreerd, van krediet en portefeuillebeheer tot klantgerichtheid, productstrategie en marketing, dan is dit zeker mogelijk.’

Leering: ‘ESG is heel belangrijk. Het moet echt worden geïntegreerd in de manier waarop de kredietanalisten hun werk doen.’

Blaiteau: ‘In het bijzonder in Europa, maar tot op zekere hoogte ook in de Verenigde Staten, hebben managers enorme vooruitgang geboekt op het

gebied van ESG-integratie in de high yield-markt. Dat betekent dat ze ESG beschouwen als onderdeel van het beleggingsproces en dat is geruststellend.’

Koon: ‘Wij geloven dat ESG-beleggingen ook deel uitmaken van het high yield-universum en verwachten dat managers ESG-overwegingen meenemen in hun beleggingsbeslissingen. Betrokkenheid creëren en bedrijven helpen zich te verbeteren, is essentieel. Je moet bijvoorbeeld energiebedrijven stimuleren om groener te worden.’

Wat is er nodig om van high yield een echt duurzame asset class te maken?

Koon: ‘Geen enkele beleggingscategorie is honderd procent duurzaam. Maar we zien dat high yield mede door actieve investeringen de goede kant opgaat.’

Leering: ‘Door meer aandacht voor en nadruk op ESG binnen high yield, zal de asset class stap voor stap duurzamer worden.’

Bates: ‘Voor elke betekenisvolle verandering zijn mensen nodig die zich daarvoor inzetten. Ze moeten de tijd hebben om die verandering uit te voeren. We hebben gezien dat ESG belangrijker is geworden naarmate het moeilijker werd om kapitaal aan te trekken. ESG-integratie is een manier voor het management van bedrijven om hun reputatie onder de beleggersgemeenschap te verbeteren en hun toegang tot kapitaal te vergroten. Ik denk dat we er op de lange termijn vrij optimistisch over kunnen zijn dat ESG niet verdwijnt en alleen maar belangrijker zal worden.’

Blaiteau: ‘Beleggers hebben ook de verantwoordelijkheid om managers te stimuleren duurzaam te beleggen. Meer high yield-emittenten zouden bijvoorbeeld de markt van groene obligaties kunnen aanboren.’

Wat waren in de afgelopen, unieke 18 maanden de verschillende trends binnen elk segment van de high yield-markt?

Blaiteau: ‘Door de renteverhogingscyclus en dergelijke in de afgelopen 18 tot 24



maanden hebben beleggers hun vast-rentende portefeuille heroverwogen. Dat was een dramatische verschuiving. De vraag naar kortere looptijden nam sterk toe, evenals die naar variabele rentes. Bij het ingaan van 2023 was de consensus dat hogere tarieven de economie zouden schaden: reden om je defensief op te stellen. Er is sindsdien minder over high yield gediscussieerd, omdat beleggers vooral op zoek waren naar hogere kwaliteit, naar investment grade.'

Bates: 'Toen de rente omhoogging, werd het moeilijker voor bedrijven om zichzelf te financieren of te herfinancieren. Nogal wat bedrijven zijn in de problemen gekomen vanwege te hoge schulden. Ze konden hun EBITDA niet voldoende laten groeien om dat te compenseren.'

Leering: 'Vorig jaar was de verwachting in ons basisscenario dat er een vrij grote kans was om in een recessie terecht te komen, met name in Europa. Daarom zijn we voorzichtiger geweest met onze high yield-allocatie. De economische groei is hoger uitgekomen dan verwacht en de spreads zijn recent dan ook verkraapt. Voor sommige subsegmenten heeft het niveau van de spreads een dieptepunt bereikt sinds meer dan 15 jaar, zoals Amerikaanse single B-obligaties. De huidige spread geeft niet genoeg compensatie voor als er onverwacht iets misgaat.'

Gegeven de huidige economische vertraging en de stijging van rentepercentages, is het percentage bedrijven dat in gebreke blijft relatief laag. Hoe komt dat?

Acar: 'Wanbetalingen komen niet zomaar uit de lucht vallen, maar filteren wel langzaam door het systeem. Er komen veel aflossingen aan, dus moet er flink geherfinancierd worden.'

Koon: 'Veel bedrijven hebben tijdens de coronapandemie hun schuldpositie op de balans verlaagd. Het is deels aan de lagere leverage te danken dat het wanbetalingspercentage niet zo hoog is. Daarnaast hebben ondernemingen kredieten uitstaan met meerdere looptijden en regio's.'

'De huidige spread geeft niet genoeg compensatie voor als er onverwacht iets misgaat.'

Kraft: 'Er zijn een paar voor de hand liggende redenen dat de wanbetalingen relatief laag zijn. De ratingkwaliteit van de markt is verbeterd. Er zijn minder triple C's. Normaal gesproken zie je wanbetalingen wanneer een triple C niet kan herfinancieren. Sommige van de sectoren die traditioneel wanbetalings-hotspots werden, staan er nu veel beter voor, zoals de energiesector. Verder wordt het netto positieve effect van de groei van de private credit-markt misschien enigszins onderschat. Emittenten die in het verleden geen toegang meer hadden tot de publieke markten, kunnen zich nu wenden tot de private credit-markt.'

Bates: 'De private debt-markt is heel, heel snel gegroeid en moet nog getest worden. We hebben nog een paar jaar om te zien hoe die markt gaat presteren door de economische cyclus heen. Als iemand ermee akkoord gaat om bij jou te lenen tegen een hoge rente, moet dat betekenen dat hij elders geen lagere rente kan krijgen. Dat houdt dus in dat je geld leent aan een behoorlijk riskant bedrijf. Op zich is het een goede zaak dat er een andere markt is waar bedrijven naartoe kunnen gaan, een markt die leningen kan verstrekken aan iets risicvollere bedrijven die het wat moeilijker zouden hebben op de publieke markt. Niettemin zou het me verbazen als de private debt-markten zo snel blijven groeien. Er zal echter wel altijd een rol voor ze zijn weggelegd, net als voor high yield leveraged loans en aandelen.'

Kraft: 'Ondanks het feit dat de spreads krapper zijn geworden, is het totale rendementspotentieel voor high yield nog steeds heel aantrekkelijk. Dat blijkt onder andere uit de aanvangsrendementen van Amerikaanse en Europese high yield bonds, die respectievelijk 7-8% en 6-6½% bedragen. Deze startniveaus zijn een zeer relevante voorspeller voor de komende 3 tot 5 jaar.' >

Koon: ‘Onze strategien maken zich zorgen over een waarschijnlijk lichte stijging van het wanbetalingspercentage, maar niet in die mate dat we niet meer enthousiast zijn over high yield. Er moet niet worden vergeten dat de algehele kwaliteit van de high yield-markten een stuk beter is dan tijdens de laatste grote recessie die we meemaakten. De gemiddelde credit rating in high yield is nu BB, in de buurt van investment grade. Daarnaast is de yield aantrekkelijk en liggen de prijzen onder par.’

Kraft: ‘Als de high yield-markt tot stilstand zou komen, zou dat natuurlijk een dramatisch effect hebben op de wanbetalingspercentages. Maar ik denk dat we daar nog ver van zijn verwijderd. Er is momenteel wel veel onzekerheid over hoe de wanbetalingspercentages zich zullen ontwikkelen.’

Leering: ‘Wij hebben nog wel high yield-exposure, maar we gaan er nu voorzichtig mee om. Redenen daarvoor zijn de waardering op dit moment en ook de potentiële geopolitieke risico's waar we mee te maken hebben.’

Kan Artificial Intelligence helpen om betere beleggingsbeslissingen te nemen?

Kraft: ‘Onze bedrijfsstrategie voor AI richt zich op het identificeren van mogelijkheden om het inzicht in beleggingen te verbeteren, de klant-ervaring te verrijken en de activiteiten te optimaliseren, terwijl we onze grondige en beproefde focus op risicobeheer behouden. Sinds 2015 maken we actief gebruik van AI, met name machine learning en natural language processing, om te helpen bij macro-economische voorspellingen en de beoordeling van bedrijfsdossiers en toespraken van de centrale banken. De vooruitgang van large language models biedt een kans om de kwantitatieve capaciteiten die we al tientallen jaren gebruiken verder te ontwikkelen en de impactoplossingen te versnellen.’

Bates: ‘Wij denken dat kunstmatige intelligentie een enorm effect gaat hebben. Ten eerste gaat het enorm helpen

‘Het pleidooi voor actief beleggen in high yield is in elke marktomgeving sterk.’

met efficiëntie: je kunt AI bijvoorbeeld gebruiken om de basis van een informatiepakket samen te stellen, wat veel tijdswinst oplevert voor analisten en portefeuillebeheerders. Er zijn enorm veel manieren waarop kunstmatige intelligentie waarde kan toevoegen. Ik denk overigens niet dat AI het menselijke element volledig kan vervangen.’

Koon: ‘De beslissing om al dan niet te investeren, zal altijd gebaseerd zijn op de ervaring van de portefeuillebeheerder zelf. Kunstmatige intelligentie kan waarde toevoegen en er mede voor zorgen dat de portefeuillebeheerder en de analist beter betrokken zijn bij bedrijven en dus beter kunnen oordelen.’

Wat verwachten jullie voor high yield in de komende 3 tot 5 jaar?

Kraft: ‘Als je kijkt naar de high yield-markt op dit moment, kun je de komende 3 tot 5 jaar rendementen verwachten die in de buurt komen van die van aandelen, maar mogelijk met een veel lagere neerwaartse volatiliteit. Dus de vooruitzichten voor high yield zijn op dit moment best aantrekkelijk, vooral als je je richt op de hoogwaardige delen van de markt.’

Bates: ‘De Europese high yield-markt heeft de afgelopen vijf jaar meer over zich heen gekregen dan in bijna elke andere naoorlogse periode: de oorlog tussen Oekraïne en Rusland, enorme inflatie, de Covid-pandemie. Ondanks dit alles hebben we eigenlijk geen stijging van het aantal wanbetalingen gezien. Dat zegt denk ik iets over de veerkracht van de high yield-markt en hoe die is geëvolueerd.’

Koon: ‘Wij zijn, als gezegd, nog steeds positief over high yield. We vinden het een aantrekkelijke markt om in te blijven investeren, vooral omdat onze exposure naar het hogere ratingsegment is.’ ■

IN HET KORT

Beleggers kunnen op veel verschillende manieren toegang krijgen tot de high yield-markt. Er is een aanpak voor elk type doelstelling.

Sommige managers raken in de high yield-markt financials niet aan vanwege de risico's.

Ondanks de complexe kapitaalstructuren van financials kan de complexiteitspremie aantrekkelijk zijn.

Als je kijkt naar Sharpe-ratio's, is high yield een behoorlijk aantrekkelijke beleggingscategorie.

De rente gaat naar verwachting dalen. Dat betekent rugwind voor het rendement van high yield.

Managers hebben enorme vooruitgang geboekt op het gebied van ESG-integratie in de high yield-markt.

ESG is belangrijker geworden naarmate het moeilijker is geworden kapitaal aan te trekken.

Ondanks het feit dat de spreads krappere zijn geworden, is het totale rendementspotentieel voor high yield nog steeds aantrekkelijk.

Fragmentatie en deglobalisering zijn niet zo erg

Het einde van de ongebreidelde globalisering van de productie is niet rampzalig. Door digitalisatie, andere technologische trends en de groei van de dienstensector zal een meer volwassen vorm van mondialisering ontstaan.

De grootschalige globalisering van de productie van eind jaren negentig in de vorige eeuw en begin deze eeuw lijkt nu, vanwege de gebleken logistieke kwetsbaarheden tijdens de coronacrisis, wat naïef. De globalisering kreeg een forse impuls door de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001. Decennialang nam daarmee de internationale arbeidsverdeling steeds verder toe. Daardoor kon er meer en goedkoper worden geproduceerd, nam wereldwijd de welvaart toe, en bleef de inflatie laag.

Maar niet iedereen heeft daar in dezelfde mate van geprofiteerd. Arbeiders die hun baan verloren omdat hun werk werd verplaatst naar een lagelonenland, trokken aan het kortste eind. De kloof tussen winnaars en verliezers werd groter. Politiek bleef dit niet zonder gevolgen. Denk aan de opkomst van het populisme, Brexit en de toename van handelsconflicten tussen de VS en China sinds het presidentschap van Donald Trump. De Democraten ageerden in eerste instantie tegen het protectionisme van Trump, maar feitelijk heeft de regering-Biden dat beleid met tal van exportbeperkingen naar China voortgezet.

De tijd dat China de vanzelfsprekende fabriek van de wereld was, is sinds de coronacrisis voorbij. De wereldwijde leveranciersketens waren té geoptimaliseerd. Autofabrieken kwamen stil te liggen doordat cruciale onderdelen zoals chips niet meer werden geleverd. De levertijden van allerlei producten liepen enorm op. Vanwege de

oorlog van Rusland tegen Oekraïne en de daaropvolgende sanctiemaatregelen raakte de wereldhandel verder verstoord. En opnieuw zijn er problemen met de route door het Suezkanaal. Al die onzekerheden dwingen veel bedrijven om meer lokaal te produceren. Topeconomen van het IMF waarschuwen dat de hogere kosten van lokale productie zullen leiden tot inflatie.

Toch meen ik dat de deglobalisering, de fragmentatie, en het teruglopen van de wereldhandel minder rampzalig zullen uitpakken dan de economen van het IMF vrezen. Met de juiste technologie kunnen ondernemingen die hogere kosten bestrijden en tegelijkertijd flexibeler, wendbaarder en productiever worden. De tijd van steeds verdergaande verplaatsing van de goederenproductie naar lagelonenlanden is ten einde door de opkomst van robottechnologie (24/7 beschikbaar) en kunstmatige intelligentie. Productiekosten worden daardoor minder afhankelijk van de lonen. Producenten willen fysiek dan liever dicht bij hun afnemers zitten. Bij deze reshoring-trend, of de industriële renaissance van de Amerikaanse industrie, speelt ook staatssteun een bepalende rol. De Inflation Reduction Act, waarmee Washington vergroening van de binnenlandse industrie steunt, trekt investeringsgeld naar de Verenigde Staten. Meer lokale goederenproductie betekent niet dat de globalisering voorbij is, maar investeringen zijn meer gespreid.

De dienstensector is bovendien steeds internationaler geworden door de eindeloze mogelijkheden van de digitalisatie en telecommunicatie. Daarom ben ik sceptisch over de aanname dat er sprake is van een omkering van het integratieproces. Integendeel, ik ben ervan overtuigd dat door de technologische ontwikkelingen veel landen economisch juist méér verweven zullen raken. ■



Door **Wim Zwanenburg**,
Beleggingsstrateeg van
Stroeve Lemberger,
geschreven op
persoonlijke titel

Performance- en impactkansen in liquide en illiquide credits

Op zowel de liquide als de illiquide creditsmarkt liggen mooie kansen om financieel het verschil te maken, maar ook om in duurzaam en sociaal opzicht impact te genereren.

Door Michiel Pekelharing

Na een heftige rentebeweging is de rust in de wereld van vastrentend beleggen teruggekeerd. Martijn Hesterman, Lead Portfolio Manager Credits bij Achmea Investment Management, en Clemens Braams, Lead Portfolio Manager Illiquid Fixed Income bij Achmea Investment Management, vertellen waar momenteel de kansen liggen in de creditsmarkt. Ook komt naar voren dat beleggers steeds meer oog hebben voor mogelijkheden om impact te genereren via het illiquide segment van deze markt.

Hoe werkt de heftige rentestijging van de afgelopen jaren door in de obligatiemarkt?

Hesterman: 'Binnen vastrentende waarden bewegen rente en koersen traditioneel in tegengestelde richting. In 2022 daalden de koersen hard en maakten beleggers pas op de plaats. Dat gold ook voor de uitgifte van nieuwe obligaties. Veel ondernemingen keken de kat uit de boom. Ze voelden er weinig voor om een obligatie uit te schrijven waarvan de rentevergoeding beduidend hoger lag dan bij de aflopende leningen. Bedrijven die toch geld ophaalden, kozen vaak voor een korte looptijd in de hoop dat ze na de lening snel weer tegen een lagere rente konden herfinancieren. Ook speelde mee dat beleggers minder interesse hadden in het langere segment. Door de grote rentegevoeligheid waren die leningen kwetsbaar voor de sterk fluctuerende rente. Inmiddels is de markt tot rust gekomen. De vooruitzichten zijn positief en je ziet dat bedrijven ook weer leningen met een langere looptijd uitschrijven. Er tekent zich over een brede lijn een duidelijk herstel af. Ondanks de snelle rentestijging, inmiddels alweer zo'n twee jaar geleden, zijn er in het investment grade-segment nauwelijks bedrijven in de problemen gekomen, met uitzondering van enkele vastgoedondernemingen.'

Braams: 'Aan de illiquide kant loopt de cyclus gebruikelijk een paar maanden achter bij die van de liquide creditsmarkt. Binnen de illiquide markt zie je enkele interessante ontwikkelingen. Beleggers krijgen steeds meer oog voor de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding van bepaalde leningen, zoals die van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw of leningen vanuit de Export Credit Agency-financiering, vaak afgekort tot respectievelijk WSW- en ECA-leningen. Een belangrijke eigenschap van deze leningen is dat de overheid borgstelling biedt. Via WSW-leningen geeft de overheid een impuls aan sociale woningbouw en aan woningverduurzaming in dit segment. De doelstelling van ECA is om exporterende bedrijven meer zekerheid te geven bij zakelijke transacties over de grens. Door de borgstelling van de overheid is de kredietwaardigheid vergelijkbaar met staatsobligaties. Toch ligt de rentevergoeding wat hoger. Dit is te verklaren door het specialistische en illiquide karakter. Er komt namelijk heel wat bij kijken om te beleggen in leningen die via het WSW zijn geborgd. In Nederland zijn er ongeveer 250 woningbouwcoöperaties die binnen dit segment leningen uitgeven. Die leningen hebben vaak een beperkte omvang en worden via veilingprocessen geplaatst. We merken dat voor veel beleggers de maatschappelijke impact die ze genereren minstens even belangrijk is als die premie. Het marktsegment biedt goede mogelijkheden om onder meer op sociaal vlak het verschil te maken. Sommige pensioenfondsen zien in WSW-leningen een goed middel voor het aanjagen van sociale woningbouw en verduurzaming van bestaande sociale huurwoningen.'

Speelt de aandacht voor duurzaamheid en impactbeleggen ook een steeds grotere rol op de markt voor investment grade liquide credits?

Hesterman: 'Absoluut! Een goed voorbeeld is de groeiende markt van green bonds. Deze bedraagt in de eurozone inmiddels bijna € 900 miljard, waarvan zo'n 40% bestaat uit bedrijfsobligaties. Het overgrote deel van de green bonds heeft relatief hoge kredietratings, zoals staatsobligaties, leningen van overheidsgerelateerde en supranationale organisaties, en een klein deel covered bonds. Daarnaast zien we dat social bonds de duidelijke runner-up zijn binnen het sustainable bonds-spectrum. Ondanks dat de voorwaarden en kenmerken van green bonds zijn vastgelegd in het framework van de green bond principles, is het van groot belang om altijd zelf scherp te beoordelen hoe duurzaam of groen een obligatie is. Binnen Achmea Investment Management hebben we daar ons eigen MVB-team voor. We kijken

bijvoorbeeld heel specifiek of de visie, strategie en intentie van de uitgevende instelling wel kloppen bij het uitgeven van een green bond. Als een land als Polen een green bond uitgeeft, maar tegelijkertijd verkondigt dat bruinkool onmisbaar blijft in de energievoorziening, dan valt dat moeilijk met elkaar te rijmen. Ons MVB-team heeft dan ook de mogelijkheid om een veto uit te spreken als we in een dergelijke obligatie willen beleggen. Ook controleert het of een bedrijf zijn duurzame belofte inlost. Het komt voor dat ondernemingen op papier ambitieuze doelen stellen, maar daar vervolgens niet over rapporteren. Ook dan volgt afkeuring.’

Braams: ‘Die onafhankelijkheid van het MVB-team is van groot belang. Zo voorkom je dat je als fondsbeheerder in zekere zin een slager bent die zijn eigen vlees keurt. Binnen onze organisatie is het green bonds-model doorontwikkeld naar een impactscorekaart. Met die scorekaart beoordelen wij individuele investeringen en fondsen aan de hand van vijf criteria die toepasbaar zijn in elke beleggingscategorie. Daarbij gaat de aandacht in de eerste plaats uit naar intentie en meetbaarheid. Dat zijn de randvoorwaarden voor impactbeleggen. Vervolgens wordt gekeken naar contributie, impact in de reële economie en eventuele negatieve gevolgen die kunnen ontstaan. Daar komt per investering of belegging dan een impactscore uit. Hiermee wordt de maatschappelijke impact niet alleen beter inzichtelijk gemaakt, maar ontstaat ook inzicht in de verschillen binnen een beleggingscategorie. Want de ene green bond is de andere niet. Met de impactscorekaart ontstaat meer grip op de impact die met de belegging gemaakt wordt en kunnen beleggers daar ook keuzes in maken. Of, om in beleggerstermen te spreken, er tilts in aanbrengen. Ook wordt hiermee het zogenaamde ‘impact washing’ voorkomen.’

Meetbaarheid is van groot belang bij impactbeleggen. Maar hoe makkelijk is het om goed inzicht te krijgen in de duurzame voortgang die wordt geboekt?

Braams: ‘In het liquide segment is de rapportage de laatste jaren sterk verbeterd, maar bij illiquide credits moet nog een slag gemaakt worden. Vanaf 2025 treedt echter nieuwe wetgeving in werking die bedrijven voorschrijft om op veel meer duurzame elementen te rapporteren. In WSW-portefeuilles wordt bijvoorbeeld nu al in kaart gebracht in hoeverre woningbouworganisaties de CO₂-uitstoot verlagen. Voor institutionele beleggers is dat van belang, aangezien we weten dat veel pensioenfondsen zich met hun impactbeleg-



CV

Martijn Hesterman

Martijn Hesterman is Lead Portfolio Manager Credits bij Achmea Investment Management. Hij staat sinds begin 2016 aan het roer van de credits-afdeling daar. In zekere zin kwam hij in die rol terug op het oude nest, want tussen 2006 en 2012 werkte hij al als Portfolio Manager bij Syntus Achmea Asset Management. In de tussenliggende periode ging hij aan de slag als Senior Portfolio Manager Government & Government Related Investments bij NN Investment Partners.

gingen voor een groot deel richten op veranderingen dicht bij huis, vooral op sociaal gebied. Dat geldt in geografisch opzicht, maar ook voor de sector waarin een pensioenfonds actief is. Een pensioenfonds in de zorgsector zal met het beleggingsbeleid bijvoorbeeld meer aandacht hebben voor gezondheid en duurzame ontwikkelingsdoelen binnen dit segment. Een tweede aandachtsgebied van Nederlandse pensioenfondsen voor het genereren van impact is opkomende markten. De verklaring daarvoor is natuurlijk dat een investering daar kan leiden tot een veel grotere verbetering van de levensstandaard dan wanneer hetzelfde bedrag in ontwikkelde markten wordt geïnvesteerd. Hier kunnen bijvoorbeeld ECA-leningen een impact maken.’

Waar liggen momenteel de kansen op de credits-markt? En welke rol speelt de Wtp?

Hesterman: ‘Door de felle rentestijging hebben obligatiemarkten een lastige periode achter de rug. Maar de vooruitzichten zijn positief. Vorig jaar kwam het marktrendement op ruim 8% uit, terwijl wij met het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund een rendement haalden van meer dan 10%. Dat verschil van bijna 200 basispunten is enigszins een uitschieter. De afgelopen jaren lag de outperformance op gemiddeld 90 basispunten. Wellicht dat aandelbeleggers jaloers naar deze outperformance kijken, maar op de markt voor bedrijfsobligaties liggen er veel kansen om met een actieve strategie het verschil te maken. Een goed voorbeeld is de manier waarop we >

inspelen op de uitgifte van nieuwe obligaties. Regelmatig verkopen we een positie van een sectorgenoet met een iets hoger effectief rendement en tekenen we in op een nieuwe plaatsing. Qua portefeuillerisico is er relatief weinig verschil of je positie kiest in bijvoorbeeld autoproducent A of autoproducent B en de impact op de tracking error is verwaarloosbaar. Ook spelen we bijvoorbeeld slim in op marktsegmentatie: passieve fondsen kunnen niet of moeilijk beleggen in bedrijven met een kredietwaardigheid van BB+ of lager. Ook veel institutionele beleggers zijn strikt gebonden aan het onderscheid tussen die high yield-leningen en de meer kredietwaardige investment grade-obligaties. Tijdens de coronacrisis is een groot aantal bedrijven teruggevallen naar het high yield-segment. Veel van deze vallen angels hebben na enkele jaren de financiën weer op orde gekregen en keren nu weer terug naar het investment grade-segment. Wij kiezen positie in dit soort rising stars vóórdat ze promotie maken. Een voorbeeld is streamingdienst Netflix, die in 2023 meerdere upgrades heeft gekregen van rating agencies. De risicopremie – oftewel de spread – van de obligatie met een looptijd tot 2029 is in anderhalf jaar gedaald van ruim 400 tot minder dan 100 basispunten. Momenteel zijn er wat minder rising stars. Het aantal obligatie-uitgiftes neemt, na een rustige periode in met name 2022, nu weer sterk toe.

Braams: ‘De markt voor illiquide obligaties vraagt uiteraard om een andere aanpak. En ook de implementatie van de Wtp werpt z’n schaduw vooruit. Wij richten ons op de markt voor niet-genoteerde investment grade-bedrijfsleningen en op staatsgegarandeerde segmenten zoals WSW en ECA. Deze segmenten van de illiquide credit-markt zijn door de hoge rating wat ons betreft beter in staat om meer illiquiditeit te dragen. Vastrentende illiquide beleggingen worden vaak gezien in de vorm van LBO-leningen, voor de financiering van bedrijfsovernames met een groot deel vreemd vermogen. Deze leningen hebben veelal een kredietwaardigheid van B of lager. Het cumulatieve historische wanbetalingspercentage – oftewel de default rate – voor ondernemingen met een AAA-rating over 10 jaar is 0,497%, volgens kredietbeoordelaar Moody’s. Voor entiteiten met een B-rating is dit percentage 100 keer hoger, namelijk 43,34%. Bij ons beleggingsbeleid hanteren we heel duidelijke grenzen voor het verschil van de spread ten opzichte van liquide beleggingen. Omdat we slechts zeer beperkt de mogelijkheid hebben om te handelen en de portefeuille bij te sturen, is het zaak om het speelveld heel breed te houden en om de verleiding te weerstaan om bij wijze van



CV

Clemens Braams

Clemens Braams is Lead Portfolio Manager Illiquid Fixed Income bij Achmea Investment Management, waar hij het illiquid fixed income team sinds 2020 vanaf de grond heeft opgebouwd. Voordat hij er aan de slag ging, werkte hij als Senior Investment Manager bij Aegon Netherlands. Eerder in zijn carrière vervulde Braams verschillende functies bij onder meer Delta Lloyd Asset Management, Holland Capital Management en MN Services.

IN HET KORT

Binnen de credits-markt is veel ruimte voor actieve beleggers om alpha te behalen.

Het is belangrijk om heel specifiek te beoordelen wat het impactpotentieel is van een sustainable bond.

Illiquide credits bieden kans op extra performance, ook binnen de Wtp.

spreken wat meer risico te nemen bij een poging een wereldgoal te maken. Overigens valt er voor ons steeds meer te kiezen. Banken schroeven de kredietverstrekking wat terug en lenen over het algemeen tegen een kortere looptijd uit. Daarnaast zijn veel bedrijven nog wat te klein om obligaties te plaatsen op de liquide markt. Aan de andere kant hebben institutionele beleggers zoals pensioenfondsen nog alle ruimte om de positie in deze leningen uit te bouwen, ook onder de Wtp. Het stelt ze in staat om een hoger rendement te halen dan op de liquide markt voor staats- en bedrijfsleningen, terwijl de kredietwaardigheid vergelijkbaar is.

We merken dat er links en rechts soms wel wat huivering is rond illiquiditeit en de Wtp, maar categorieën als hypotheek, WSW, ECA en private placements bewegen in de meeste gevallen mee met liquide vastrentende beleggingen. Daardoor blijft, in het geval van de Wtp, de verhouding binnen een rentebouwsteen min of meer stabiel in geval van een renteschok. Uiteraard moet daarbij wel rekening gehouden worden met het illiquide karakter en de impact daarvan op de capaciteit om bij te sturen tussen de beschermings- en de rendementsportefeuille. Maar per saldo zien wij vooral kansen voor zowel liquide als illiquide credits, op zowel performance als impact. ■

Disclaimer

Disclaimer: Deze informatie is alleen bestemd voor professionele beleggers. Dit is reclame. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging aanhoudt. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

Kunstmatige intelligentie in de praktijk

Nieuwe innovaties worden steeds sneller geïmplementeerd, waardoor ze vrijwel direct effect hebben op de economie. Daardoor gaat de inflatie omlaag, maar de rente omhoog.

Artificial Intelligence (AI) is niet nieuw. Bijna tien jaar geleden stond het al centraal in de ontwikkeling van intelligente robots. Het verschil met tien jaar geleden is dat generatieve AI uitstekend gebruikt kan worden op het gebied van dienstverlening. Daarmee geeft het buitenstaanders een goed inzicht in de grote potentie van AI. Dat is de reden dat niet tien jaar geleden, maar juist nu volop wordt geïnvesteerd in de praktische toepassingen hiervan, daarbij geholpen door de krappe arbeidsmarkt.

Iets meer dan 100 jaar geleden werkte nog 30% van de beroepsbevolking in de agrarische sector. Toen de vruchten van de Tweede Industriële Revolutie – de automatisering van menselijke spierkracht – werden geplukt, liep dat uiteindelijk terug tot 2%, terwijl de productie verveelvoudigde. Momenteel werkt bijna 30% van de beroepsbevolking (ook in de Aziatische landen) in de industrie en dankzij AI gaat ook dit percentage naar 2%, terwijl ook daar de productie zal verveelvoudigen. Dit is een direct resultaat van de automatisering van menselijke denkkracht, het resultaat van de Vierde Industriële Revolutie.

Nu staan de fabrieken van de wereld in Noord-Azië. De ontwikkelde landen zijn vooral diensteneconomieën. De schok van generatieve AI is dat ook diensten vergevoerd kunnen worden geautomatiseerd. Vanwege dit besef zijn veel bedrijven bezig om te investeren in verschillende toepassingen. Dit zal leiden tot een structureel

hogere reële economische groei waaraan steeds minder mensen een bijdrage leveren. Volgens Goldman Sachs groeit de Amerikaanse economie dit jaar al zo'n 2% extra door AI. Dat is niet zo gek, want alleen al programmeurs hebben in korte tijd een productiviteitsprong van 50% gemaakt dankzij hun AI-assistenten. Recent bespaarde fintech-bedrijf Klarna \$ 40 miljoen door 700 medewerkers van een call-center in te ruilen voor een AI-assistent. Deze implementatie gaat ongekend snel.

Meer produceren met minder betekent in een vrije markt dat prijzen omlaaggaan. De productiviteitsprong als gevolg van AI zorgt dus voor deflatie. Dat is overigens de status quo in een vrije markt. Maar die hogere productiviteit zorgt ook voor een hogere reële economische groei. Naast demografie zijn productiviteitsverbeteringen de enige echte vorm van economische groei. Bij een hogere economische groei hoort ook een hogere reële evenwichts- of natuurlijke rente. Dat terwijl de inflatie en de inflatieverwachtingen juist dalen. Het ideale niveau van de evenwichtsrente is een licht hogere rente dan de reële economische groei. Dat zorgt er namelijk voor dat alleen innovatieve en sterker groeiende bedrijven gebruik kunnen maken van leverage. Bij trager groeiende bedrijven weegt de matige groei immers niet op tegen de financieringskosten.

In de komende jaren zal de reële rente geleidelijk verder stijgen om zich aan te passen aan deze nieuwe realiteit. Dat kan een probleem zijn voor overheden met grote schulden. Er zal druk worden uitgeoefend op centrale banken om de rente laag te houden. Zo'n reflatiebeleid zal uiteindelijk ook zorgen voor meer inflatie. Dat is goed voor aandelen, maar niet voor obligaties. ■



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



Fixed income: how to generate 'conservative alpha'

The Euro credit market offers opportunities for active managers with a proven process and extensive data analysis capabilities. That is the opinion of Jeroen Potma, Euro Credit Investment Director at Loomis Sayles.

By our editorial team

Despite its relative maturity, credit remains a relatively inefficient asset class, providing active investors with no shortage of opportunities to outperform benchmark indices. The question is how to seize those opportunities. Active management allied to a conservative investment philosophy is said to have the potential to generate strong risk-adjusted returns. So how can active investors create portfolios of Euro-denominated corporate bonds that outperform over the cycle?

The simple answer is: with diligence, says Jeroen Potma, Investment Director for the Euro Credit team at Loomis Sayles, an affiliate of Natixis Investment Managers. 'We like to say we generate conservative alpha, which is to say we are prudent and very risk-oriented.' The risk-return profile in credit is asymmetric, Potma notes, with investors making regular small gains, but liable to lose considerable value in the event a company whose bonds they own gets into financial distress.

This idiosyncratic risk has convinced the euro credit team to emphasise high levels of diversification in the portfolios it manages. In practice, this is achieved by limiting the extent to which these portfolios deviate – in beta terms – from their benchmarks on an overall portfolio level, on a sector level and on an issuer level. The overall beta of its portfolios can range between -30% to +30% relative to the benchmark, although it tends to be between -15% and +15%. On a sector level, portfolios deviate by no more than 5% relative to the benchmark, while at the issuer level, the deviation from the benchmark is no more than 3%.

Potma clarifies: 'Operating with structurally higher betas, as some of our competitors do, can create substantial volatility in the return profiles of a portfolio and the extent to which these portfolios outperform their respective benchmarks. We are, in contrast, looking to limit volatility and deliver a more consistent and more predictable outperformance. Importantly, we do not try to generate alpha through duration positioning. We are instead focused on capturing movements in credit spreads and, therefore, manage the duration

**'We are focused
on capturing
movements in
credit spreads.'**

‘We see ESG as a key factor to analyse when judging a company’s credit quality.’

of our portfolios very closely with the duration of their respective benchmarks.’ Through the use of derivatives, the team ensures that the portfolios have the same duration as their respective benchmarks.

Potma continues: ‘We have also done a fair bit of analysis in looking at the diversifying nature of our approach when our strategy is combined with other euro credit managers. What we typically observe is that we are a true diversifier in a euro credit portfolio context. Adding us to a portfolio that has an allocation to other euro credit managers tends to result in an improving risk-return metric on a portfolio level.’

Outperformance through relative value

In addition to a top-down view on credit markets, which sets the level of risk that Potma’s team wants to manage its portfolios with, the team says it tends to generate the majority of its alpha by leveraging its bottom-up fundamental corporate and relative value analysis.

According to Potma, credit research encompasses amongst others an analysis of a company’s business model and strategy, the quality of its management team, its liquidity profile, balance sheet strength, competitive positioning versus industry peers and the extent to which the company is positioning itself to remain relevant and thrive in societies that are placing greater emphasis on sustainability. ESG is fully integrated into the credit analysis conducted by the team.

‘We see ESG as a key factor to analyse when judging a company’s credit quality,’ says Potma. ‘Since we speak to companies about their strategy and financials, we are in an ideal position to assess ESG performance as well.’

If Potma’s team is comfortable with the fundamental credit quality of an issuer, the subsequent step in the investment process is

to determine which of that issuer’s bonds or debt instruments offers the best risk-adjusted returns. Questions being raised include, for example, whether investors are getting sufficiently rewarded, in terms of additional spread, for extending maturities or from moving from a senior bond to a more subordinated instrument.

‘The information ratio is our prime indicator of whether our ‘conservative alpha’ investment process is working,’ says Potma. ‘If we make the right investment choices, our information ratio can be impressive. Our high information ratio is the result of alpha generation combined with a relatively limited tracking error.’

Market outlook

The so-called ‘conservative alpha’ approach should be considered as a core part of any credit allocation, Potma believes. ‘If you’re keen to avoid excessive risk in the credit asset class, then the conservative alpha approach makes sense. No-one is going to blame you because you outperform a little less than a high-risk manager in a bullish market environment, whilst in a bear market, your downside is much better protected. For those, however, bullish on the asset class, it may make sense to add a higher-beta manager in tandem with an allocation to ‘conservative alpha’.

As a result of a renewed interest for fixed income investing that markets have seen over the past 1-2 years, substantial amounts of capital have been invested in the euro credit space. Nonetheless, there are still investors considering when to start to increase the duration of their portfolios. How does Potma view this?

‘Credit is still a relatively attractive asset class and should be considered a core building block of fixed income portfolios. Investors that are still underweight duration might want to close that position by increasing their allocation to credit in a couple of steps, as the ‘perfect’ timing of an entry point may prove very difficult given rates and spread volatility,’ Potma responds. ■

Disclaimer

This is not an offer or solicitation to buy or sell any product. Investing in credit involves risks including Changing Interest rate - Credit risk - Derivatives/ Counterparty risks - Sustainability risk. Past Performance is not a guarantee of future results. Loomis, Sayles & Company, L.P. A subsidiary of Natixis Investment Managers. Investment adviser registered with the U.S. Securities and Exchange Commission (IARD No. 105377), One Financial Center, Boston, MA 02111, USA. www.loomissayles.com. Natixis Investment Managers, RCS Paris 453 952 681, Share Capital: €178 251 690, 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris, www.im.natixis.com. This communication is for information only and is intended for investment service providers or other Professional Clients. The analyses and opinions referenced herein represent the subjective views of the author as referenced unless stated otherwise and are subject to change. There can be no assurance that developments will transpire as may be forecasted in this material.



Jeroen Potma

Euro Credit Investment Director,
Loomis Sayles

SUMMARY

Active investors can take advantage of multiple inefficiencies in the euro credit market to create portfolios that outperform over the cycle.

A ‘conservative alpha’ approach, combining a top-down market view with bottom-up corporate fundamental analysis and underpinned by a beta-driven risk orientation, can result in superior risk-adjusted returns.

Credit is still a relatively attractive asset class and should be considered a core building block of fixed income portfolios.

Direct lending fuels sustainable agri-agro finance revolution

In the dynamic landscape of agri-finance, direct lending emerges as a potent catalyst for steering agricultural and agrofood industries towards environmentally sustainable business models.

By *Salim Hasnat* and *Julien Foll*

Sustainable financing: a prerequisite for agricultural and agrofood evolution

The agricultural and agrofood businesses (also known as the agrifood sector) find themselves at a pivotal juncture. Balancing the growing demand for food with ecological responsibility necessitates innovative and sustainable practices. Indeed, the intensification of agriculture and the globalization of food markets have encouraged agricultural practices that threaten the symbiotic relationship between agriculture and nature. Agriculture depends on nature but also plays a crucial role in shaping our landscapes and the biodiversity they shelter. This beneficial

relationship has nevertheless been degraded over the last decades. A transition is now needed to support a sustainable agriculture that better takes into account nature conservation to ensure a fair, healthy and environmentally-friendly food system.

Direct lending proves instrumental in facilitating this transition, offering a flexible and targeted financial framework for businesses committed to eco-friendly initiatives. Moreover, direct lending fosters a profound understanding between investors and businesses, a critical factor when financing unconventional or sustainable projects. Traditional lenders may shy away from perceived risks, but direct lending aligns the interests of all parties, making it an ideal mechanism for supporting sustainable agriculture.

Cutting through the red tape: the efficiency of direct lending

Time efficiency is crucial in finance. Direct lending excels in this regard. Unlike traditional financing models burdened by bureaucracy, direct lending's streamlined approach accelerates the funding process. This agility is paramount for agricultural and agrofood businesses looking to implement sustainable practices swiftly.

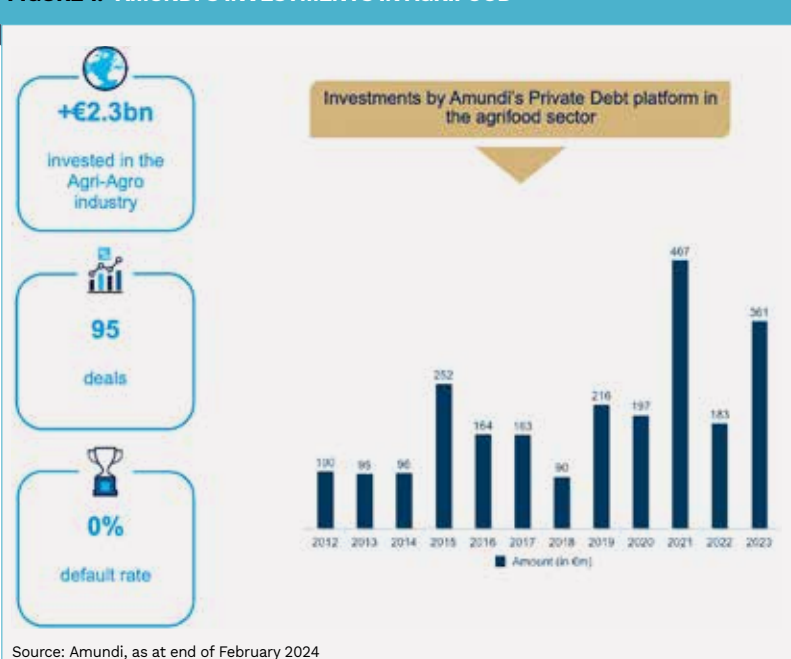
Specialized direct lenders, often well-versed in sustainable investments, bring that expertise. This targeted knowledge allows for faster and informed decision-making, aligning the interests of investors and businesses committed to a greener future.

Tailored financing for a diverse landscape

Direct lending recognizes the diverse nature of the agricultural and agrofood industries, catering to entities of varying sizes and practices. Offering customizable financial solutions, direct lending ensures that every business can access capital specifically earmarked for its unique sustainability initiatives.

Whether it involves investing in precision farming technologies, developing biocontrol solutions, implementing water-saving irrigation systems, or transitioning to organic, soil conservation and regenerative agriculture practices, direct lending facilitates the allocation of funds according to the specific needs of each business. This tailored approach not only enables resource efficiency and nature conservation techniques, but also cultivates a sense of responsibility among lenders and borrowers alike.

FIGURE 1: AMUNDI'S INVESTMENTS IN AGRIFOOD



Risk mitigation through sustainable practices

Environmental sustainability is not merely a moral imperative. It is a strategic move to mitigate long-term risks. Agricultural production, soil fertility, and the food systems that rely on it are based on biodiversity and depend on good functioning of ecosystems. Direct lenders, with a vested interest in the success of sustainable ventures, actively collaborate with businesses to implement and monitor environmentally friendly practices.

For instance, a direct lender financing a transition to organic farming might work closely with the borrower to ensure compliance with organic certification standards. This hands-on approach not only reduces the risk of adverse environmental impacts, but also enhances the overall resilience of the business in the face of changing market dynamics.

Additional advantages of direct lending

1. Absence of capital dilution:

One notable advantage of direct lending is the absence of capital dilution. Unlike equity financing, where new shares are issued, most direct lending solutions allow businesses to secure the necessary funds without diluting ownership stakes. This ensures that existing stakeholders maintain control and do not face the risk of diminished influence.

2. Higher returns for investors:

Direct lending often results in slightly more leveraged structures, leading to higher returns for investors. The efficient use of leverage can enhance the overall profitability of sustainable ventures, attracting a broader pool of investors interested in both financial returns and environmental impact.

3. Facilitating buy-and-build strategies in parallel to financing the transition:

Direct lending provides a better capacity to implement a buy-and-build strategy, a crucial component in improving the profitability of the industry. As businesses consolidate and scale, they gain better negotiating power, cost efficiencies, and increased profitability, ultimately enhancing their ability to finance the transition towards sustainability, especially with the support of full bullet debt structures.

The ripple effect: impact on supply chains and market perception

The positive impact of direct lending in

fostering sustainability extends beyond individual businesses. As more agricultural and agrofood enterprises adopt eco-friendly practices, the entire supply chain benefits. Sustainable sourcing becomes a market differentiator, appealing to conscientious consumers and businesses alike.

Direct lending, by facilitating this shift, contributes to a positive feedback loop. As sustainable practices become the norm, market perception evolves, creating a self-reinforcing cycle of demand for environmentally responsible products. This not only benefits businesses, but also positions the agricultural and agrofood industries as leaders in sustainable development.

Nurturing growth, preserving the planet

In the pursuit of a sustainable future, direct lending emerges as a potent ally for the agricultural and agrofood industries. By providing tailored financial solutions, accelerating the funding process, actively promoting sustainable practices, and offering additional advantages – such as the absence of capital dilution and enhanced returns – direct lenders contribute to the dual goals of economic prosperity and environmental preservation.

As businesses navigate the complexities of transitioning to a greener model, direct lending stands as a beacon of financial innovation, illuminating a path towards a more sustainable and resilient future for the agricultural and agrifood sectors. With the right financial support, these industries can not only feed the world, but do so in harmony with the planet we call home.

Amundi has been active in the private debt industry for over a decade, having invested about € 10 billion¹ to support the growth of various corporates, of which about € 2 billion in the agricultural and agrofood chain value. A pioneer in the field of ESG-linked financing, Amundi is launching a direct lending program targeting SMEs and ISEs (from € 3 million of EBITDA) of the agri-agro industries willing to transition to a sustainable business model. The program will deploy unitranche and subordinated financing throughout Europe, where the agrifood industry is large, diversified and plays a central role in the economy. It will focus on the Netherlands, Belgium, France, Germany, Italy, Portugal, and Spain. ■

¹ Source: Amundi, as of December-end 2023



Salim Hasnat

Head of Direct Lending Development, Amundi Alternative & Real Assets



Julien Foll

ESG Research & Engagement, Amundi Asset Management

SUMMARY

A transition is needed to support a sustainable agriculture and food industry.

Direct lenders drive positive change in the agrifood sector by providing flexible and targeted financial frameworks for businesses committed to sustainability.

Through faster and informed decision-making, direct lenders align the interests of investors and businesses.

Direct lenders collaborate actively with businesses to implement environmentally friendly practices.

Direct lending contributes to the dual goals of economic prosperity and environmental preservation.

Monetair beleid: het zwarte gat in de politiek

In het ecosysteem van de moderne financiële wereld zijn de rollen van de politiek en de centrale banken sterk met elkaar verweven. Die relatie is door de eeuwen heen geëvolueerd en heeft ertoe geleid dat het monetaire beleid, evenals het toezicht op financiële instellingen, het domein van centrale banken is geworden, met een grote impact op de samenleving. Genoeg reden om de rol van centrale banken nader te bekijken.

Door *Thijs Jochems*

Wat doen centrale banken? Samengevat houden ze toezicht op de financiële sector en zijn ze verantwoordelijk voor het in de hand houden van inflatie en werkloosheid bij een adequate economische groei. Deze consolidatie van de macht weerspiegelt de heersende opvatting in de samenleving dat de onderlinge afhankelijkheden in het financiële systeem complex zijn en dat gecentraliseerd toezicht noodzakelijk is. Het monopolie van centrale banken op het monetaire beleid is echter gebaseerd op een aantal aannames die niet objectief waar zijn en zeker niet politiek neutraal uitwerken.

Monetair beleid en toezicht

De afgelopen 15 jaar werden gekenmerkt door een monetair beleid dat grotendeels gericht was op het bestrijden van de gevolgen van de Great Financial Crisis (GFC) van 2007 tot 2009. Om de financiële instellingen destijds te ondersteunen, werd er geld naar ze overgemaakt, eenvoudigweg door het intoetsen van een nieuw tegoed voor hen op de computer van de ECB en de Fed. Daarnaast kochten de centrale banken op grote schaal schuld papier op als onderdeel van het beleid om de rente zo laag mogelijk te houden. Het idee achter dit beleid was dat er door de lage rente vermogenswinsten



behaald zouden worden op financiële assets en dat die vermogensgroei uiteindelijk haar weg naar de reële economie zou vinden: het spill-over effect. Om herhaling van de GFC te voorkomen, werden verder de solvabiliteitsvereisten voor de financiële instellingen aangetrokken.

De lagerentepolitiek na de GFC heeft geleid tot sterke prijsstijgingen van financiële assets – asset inflation – waarbij eigenaren van deze assets hun vermogen sterk zagen stijgen. Dit resulteerde in een schevere vermogens- en inkomensverdeling. De groei in kredietverlening kwam daarnaast grotendeels in speculatieve transacties terecht. Degenen die onderpand konden geven – de eigenaren van vermogen – konden goedkoop lenen. Dit gold ook voor grote bedrijven, als die al op basis van de verslechterde economische

vooruitzichten hadden willen lenen om te investeren.

Voor een grote groep bedrijven, het MKB, dat zo belangrijk is voor de werkgelegenheid, waren de lage rentes echter niet aan de orde. Die bedrijven betaalden voor leningen in die tijd rentepercentages van 8% of meer. Erger nog, door de lage nominale rente betaalde het MKB een heel hoge reële rente. Met zulke hoge financieringskosten was rendement op investeringen voor het MKB niet haalbaar. De vermogens van kleine spaarders en de inkomens van gepensioneerden werden eveneens – relatief en absoluut – in negatieve zin getroffen.

Problematische veronderstellingen

Centrale banken proberen de inflatie, de economische groei en de werkgelegenheid te sturen door binnen voor

‘De financiële sector is schatplichtig aan de samenleving.’

‘Het monopolie van centrale banken op het monetaire beleid is gebaseerd op een aantal aannames die niet objectief waar zijn en zeker niet politiek neutraal uitwerken.’

hen aanvaardbare bandbreedtes te blijven. Zij hanteren zowel voor de inflatie als voor het toezicht op de financiële sector een beleid gericht op het volume van kredietverlening. Impliciet wordt geld als een commodity gezien, waarbij de prijs voor kredietverlening, de rente, een resultante is van vraag en aanbod. Door het volume van geld te beïnvloeden middels het veranderen van de prijs – de rente – zou het financiële systeem weer gezonder moeten worden.

Of deze definiëring van geld en rente nu wel of niet correct is, de centrale banken hebben een groot probleem om dit stuurproces in de juiste banen te leiden. Een onderzoek van de Bank of England uit 2013 concludeerde dat het geldscheppende vermogen van de private bankensector ongeveer een factor 20 groter is dan dat van de centrale banken. De centrale banken proberen sturing te geven aan de geldschepping door private banken door eisen te stellen aan hun kredietverlening. Dat zijn eisen ten aanzien van het volume van de kredietverlening, maar niet ten aanzien van het gebruiksdoeleinde van de kredieten. We hebben na de GFC gezien dat de kredietverlening voor een groot deel voor speculatieve doeleinden

werd gebruikt en minder voor productiviteitsbijdragen aan de samenleving. Kortom, zulk beleid resulteert in een minder efficiënte allocatie van kapitaal.

De financiële sector en de samenleving

De financiële sector is een organisatorische innovatie geweest. Hierdoor was de samenleving verlost van de enige bron van financiering uit het verleden: de aristocratie. De democratisering van de toegang tot kapitaal maakte financiering voor particulieren en bedrijven mogelijk om economische activiteiten te kunnen ontplooiën. In een fiduciair geldstelsel zoals wij dat hebben, is vertrouwen in geld bepalender voor de waarde ervan dan de resultante van vraag en aanbod. Dat vertrouwen is gebaseerd op het geheel van instituties in de samenleving, van het contractenrecht tot aan de toekomstige stroom van belastinggelden die uiteindelijk als onderpand voor het vertrouwen in de waarde van een valuta dienen. Zo bezien is de financiële sector schatplichtig aan de samenleving.

Wat moet er veranderen?

In oktober 2008 getuigde Alan Greenspan, voormalig president van de Fed, voor een commissie van het

Amerikaanse congres naar aanleiding van de GFC. Greenspan was altijd een voorvechter van de vrije markt als het beste organisatie-mechanisme voor de economie en de financiële sector. Het opmerkelijke van zijn getuigenis was dat Greenspan vertelde dat hij zich zijn leven lang vergist had in hoe goed de markt de financiële sector kon organiseren en dat de pijnlijke gevolgen daarvan veel groter waren dan hij ooit had voorzien.

Greenspan is niet de enige die van mening is dat er aan de organisatie van de financiële wereld gesleuteld moet worden. De Nederlandse politiek heeft al enigszins ingegrepen in de kwaliteitsvereisten van leningen bij bijvoorbeeld hypotheek. Het is echter noodzakelijk dat de politiek een stringenter mandaat oplegt aan DNB en de ECB. Een mandaat waarin veel meer rekening wordt gehouden met het doeleinde waartoe leningen worden verstrekt dan alleen met het volume ervan. Er is daarnaast geen monetaire politiek die neutraal uitwerkt op de samenleving. Het bepalen van welke gevolgen wel of niet gewenst zijn, zou het domein van democratisch gekozen politici moeten zijn, niet van macro-economen, hoe deskundig ook.

De GFC heeft – net als bij onder andere de Savings and Loan crisis – laten zien dat de financiële sector haar winsten privatiseert, maar (grote) verliezen socialiseert. Het is een gezamenlijke verantwoordelijkheid van de centrale banken en de politiek om daar wat aan te doen. Tijd voor actie. Niet van demonstranten, maar van de politiek. ■



Thijs Jochems

Adviseur en Private Investor

IN HET KORT

De lagerentepolitiek heeft geleid tot asset inflation met als gevolg een schevere vermogensverdeling.

Goedkoop lenen gold niet voor MKB-bedrijven.

Monetair beleid stuurt op het volume van leningen. Er wordt niet gekeken naar de aanwending van de leningen.

Monetair beleid is niet objectief waar, maar heeft wel grote gevolgen voor de samenleving.

De politiek zou het mandaat van de centrale banken voor monetair beleid moeten aanpassen om maatschappelijk ongewenste gevolgen te vermijden.

European sovereignty: from megatrend to investment opportunity

The pandemic and geopolitical tensions underscore the imperative of strengthening Europe's resilience and autonomy. Thomas Friedberger, Deputy CEO and Co-CIO of Tikehau Capital, and Nina Majstorovic, Investment Specialist Capital Markets, explain why European sovereignty represents a compelling investment opportunity.

By our editorial team

How do you view European sovereignty?

Friedberger: 'Sovereignty is usually defined as the exercise of power over a geographic area and the population living there, or as the status of a state that is not governed by any other. In theory, sovereignty usually pertains to individual states, whereas Europe is made up of states that have been in confrontation with each other for centuries – militarily, culturally, and economically – all to defend their own sovereignty. In this context, we define 'sovereignty 2.0' as the ability to trade with your partners while implementing your own principles on your own soil and in your relationships with other nations without having to adjust your values. This implies a certain degree of autonomy and economic resilience as well as cultural, scientific and academic influence.'

How is Europe positioned in the global race to sovereignty?

Friedberger: 'The United States has achieved energy independence and enjoys technological, military, and monetary dominance, while China benefits from the size of its domestic market and its dominance in artificial intelligence and in multiple supply chains, including strategic metals refining. Europe appears by comparison to be the poor sibling of the three leading economic blocs. Moreover, with rising tensions between the United States and China, the COVID-19 crisis and the Russia-Ukraine conflict, the trend towards deglobalization is accelerating. Against this backdrop, there is a clear necessity to build resilience by strengthening ecosystems at the local level. This is where the size of the domestic market becomes particularly important and where Europe has a clear advantage as the European Union represents a market of almost 450 million people¹, one-third larger than the United States.'

What does this mean for investors?

Friedberger: 'The turning point that we have now reached in globalization opens up a unique investment opportunity on the European continent. In a world where 'local' is synonymous with resilience, and 'global' with fragility, Europe has considerable potential for investors wishing to support entrepreneurial success stories to expand their businesses throughout the continent's domestic market.'

Majstorovic: 'To make things more concrete, the European Commission has launched many initiatives, such as the EU Chips Act, which aims to increase the European semiconductor production capacity from 10% to 20% of the world market by 2030, the RePowerEU program, which plans to invest circa € 300 billion in energy transition, and the InvestEU Fund, which has a much broader scope and aims to invest over € 370 billion in various strategic areas targeted by the European Union (sustainable infrastructure, digital transition, and innovation).¹

We believe that supporting these initiatives will generate value for long-term investors. In fact, our belief is that in a more deglobalized and less capital-optimized world, several megatrends will emerge and will concentrate the bulk of growth – and European sovereignty is one of them.'

'Several megatrends will emerge and will concentrate the bulk of growth – and European sovereignty is one of them.'

‘The need to relocate production in a less globalized world demands considerable investment.’

In what areas do you see the most attractive opportunities?

Friedberger: ‘Europe can position itself as a world leader in sectors such as impact investing and acquisition financing with private debt, as well as private equity financing, to create European industry leaders and help realise Europe’s energy transition. The latter for example constitutes a clear vehicle for growth in a Sovereign Europe.’

Why? Because the need to relocate production in a less globalized world demands considerable investment and entails higher salary costs. Improving energy efficiency in buildings, vehicle fleets, industrial processes and supply chains will allow European companies that relocate and build resilience to remain competitive. Moreover, in order to attain the objectives set out in the Paris Agreement, \$ 4 to \$ 6 trillion must be invested in the energy transition each year from now until 2030 and 80% of this amount must be invested in transforming existing infrastructure.² This will guarantee steady growth for companies capable of providing solutions to transform the existing system. These days, many of those that contribute to solutions are located in Europe.

In order for European sovereignty to be a success, the other condition is that its economic system must be made more resilient. Several factors should contribute to this resilience. Cybersecurity could be one example. From a European perspective, the expected inclusion of cybersecurity in the European social taxonomy is proof that this sector is central to the construction of more resilient ecosystems. All economic actors are going to have to invest heavily in this area if they are to build resilience. Just like the transition to renewable energy, this sector represents a unique investment opportunity.’

Majstorovic: ‘On capital markets, we have identified seven themes that are pivotal when investing in European Sovereignty. Among those, we can cite:

- **Industrial autonomy:** strengthening local value chains, fostering sustainable industry trajectories through investment in research and innovation.
- **Digital competitiveness:** addressing the EU’s imperative to bolster digital prowess, particularly in areas such as semiconductors, cloud computing and artificial intelligence.
- **Healthcare autonomy:** seeking to diminish reliance on imported medicines and promoting medical innovation to strengthen healthcare autonomy, which is crucial as Europe contends with market share erosion vis-à-vis the United States and China.
- **Defence:** Europe’s defence budgets, which currently stand at 1.3% of GDP³, remain relatively modest. However, the evolving geopolitical landscape calls for a sustained increase in military spending by European countries, particularly in Germany and France.
- **Energy transition:** pioneering efforts to achieve carbon neutrality by 2050 and foster environmentally responsible growth requires substantial investments in renewable energy, among other things.

Selectivity and a strong investment discipline will remain absolutely essential to seize opportunities within this megatrend.’ ■

1 Source: European Commission.
2 Source: The Intergovernmental Panel on Climate Change.
3 Source: European Union external action, The Diplomatic Service of the European Union. “Powering up European defence” by Josep Borrell, Vice-President of the European Commission, 12/03/2023.

Disclaimer

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



Thomas Friedberger

Deputy CEO and Co-CIO,
Tikehau Capital



Nina Majstorovic

Investment Specialist Capital
Markets, Tikehau Capital

**Want to know more?
Please contact:**

Sjoerd Lont,
Executive Director
slont@tikehaucapital.com

Bart Mathijssen,
Executive Director
bmathijssen@tikehaucapital.com

SUMMARY

The pandemic and geopolitical tensions have stressed the necessity to build autonomy and resilience in Europe.

Investing in European sovereignty represents a unique opportunity to become actively involved in the momentum generated by recent European initiatives to remedy strategic dependencies (such as the Green Deal, the Chips Act and the Critical Medicines Act).

Several themes are pivotal when investing in European Sovereignty and should generate considerable financial value for long-terms investors.

Asset allocatie in de Lage Landen

Door Astrid Smit en Frank Dankers



FOTO'S: ARCHIEF FINANCIAL INVESTIGATOR

Welke impact hebben het monetaire beleid, de geopolitieke situatie en de laatste ESG-trends op de asset allocatie van beleggers in Nederland en België? Zijn er verschillen tussen beide landen? Financial Investigator organiseerde in samenwerking met Alpha Research zowel in Amsterdam als in Brussel een seminar over Asset Allocatie.

Onlangs vond voor de 9^e keer de uitreiking van de Asset Allocation Awards plaats, de prijzen die onderzoeksbureau Alpha Research toekent aan de asset managers die de beste adviezen geven op het gebied van asset allocatie. Dit jaar vond de uitreiking voor het eerst plaats in zowel Amsterdam als Brussel, tijdens een door Financial Investigator georganiseerd seminar over asset allocatie. Onderdeel van beide events was het Asset Allocatie Debat. Dit artikel beschrijft het verloop van de discussies in Amsterdam en Brussel.

Asset Allocatie Debat in Amsterdam

Het debat in Amsterdam over asset allocatie wordt gemodereerd door Marc Vijver, onafhankelijk investment professional en pensioenfondsbestuurder, en Eelco Ubbels, Directeur van Alpha Research. Het panel bestaat uit Haitse Hoos, Onafhankelijk Adviseur bij diverse pensioenfondsen, Iris van de Looij, Hoofd Investment & Client Solutions bij InsingerGilissen, en Renco van Schie, Partner bij Valuedge Vermogensbeheer

Alternatives

De eerste stelling van het debat in Amsterdam luidt: 'Nu het rendement op liquide instrumenten door de hogere rente is toegenomen, is het minder noodzakelijk om tegen hoge kosten in alternatieven te beleggen.' Renco van Schie kan zich hier goed in vinden. Vanuit de zaal komt de opmerking dat de keuze voor alternatieven een strategische keuze betreft en dat het beleid, omdat de rente hoger is,

juist vanwege de illiquiditeit niet makkelijk kan worden aangepast. Haitse Hoos wijst in dit verband op het belang van een dynamisch rentebeleid voor pensioenfondsen, waarbij de hoogte van de renteafdekking afhankelijk is van de hoogte van de rente in combinatie met de stand van de dekkingsgraad. 'Door de hogere rente zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen verbeterd en is er een hoger verwacht rendement en meer ruimte voor tactisch beleid.' Iris van de Looij geeft aan dat alle ogen van beleggers op dit moment gericht zijn op de stand van de rente en het beleid van centrale banken. 'Dat is echt iets van nu.'

Geopolitiek

De tweede stelling gaat over geopolitiek en de vraag hoe essentieel het is om de impact van geopolitieke ontwikkelingen op financiële markten te voorspellen, ook als dat bijna onmogelijk is.

Van Schie wijst erop dat zich sinds 2016 heel veel belangrijke gebeurtenissen hebben voorgedaan: Brexit, corona, de inval van Rusland in Oekraïne. Telkens loonde het om tijdens deze gebeurtenissen minder risico in portefeuilles te hebben om rustiger door een volatiele periode heen te bewegen. Hij geeft aan dat zijn fonds een hogere weging in Amerikaanse in dollar genomineerde beleggingen heeft, omdat de dollar vaak een safe haven is in tijden van geopolitieke onrust. Hoos: 'Ondanks geopolitieke spanningen lopen economieën wel door.' Hij ziet daarbij dat internetgedreven handelsstromen nog steeds heel krachtig zijn. Van de Looij voegt hieraan toe: 'Wij nemen tactisch nu meer risico, omdat we in Amerika al een economisch herstel zien aanzetten. Wij verwachten dat ook in Europa in de tweede helft van het jaar.'

Beleggen in wapens

Dan komt de vraag aan de orde of de globalisering en toegenomen geopolitieke onrust het verdedigbaar maken om in wapens te beleggen. Van Schie reageert als eerste: 'Het is goed verdedigbaar om in veiligheid te beleggen. Denk hierbij niet alleen aan defensie, maar bijvoorbeeld ook aan cybersecurity.' Hoos vindt dat het monopolie op geweld bij de overheid thuishoort en daarmee ook deels bij de wapenproductie. Financiering loopt dan >

‘De hype dat alles wat groen is ook een goede belegging is, is gelukkig verdwenen.’

via staatsleningen. Van de Looij merkt op dat beleggen in defensie steeds meer een onderwerp van gesprek wordt. Toch vindt ze het moreel soms een lastige discussie. Want wat is goed en fout? In het geval van wapens leveren aan Oekraïne vinden veel mensen dat duidelijker dan bij het leveren aan partijen in het Midden-Oosten.

Echter, het sentiment onder beleggers kantelt. Tot nu toe was beleggen in wapenproducenten fout, maar nu is dat niet meer zo zeker. Defensie-ETFs zijn een groot succes. Hoos merkt op dat pensioenfondsen wel in wapenproducenten beleggen, maar niet in controversiële wapens, zoals clusterbommen. ‘Het ESG-beleid zal opnieuw tegen het licht gehouden moeten worden op dit punt. Naast green bonds zouden fondsen ook in army bonds moeten kunnen beleggen,’ aldus Hoos.

ESG

De laatste stelling is dat geopolitieke onrust tot een moeilijker klimaat leidt om wereldwijde afspraken te maken op ESG-gebied. Dit kan een negatieve impact hebben op ESG-beleggen. Ook werd de vraag opgeworpen of ESG niet alleen

strategisch, maar ook tactisch te benaderen is.

Hoos onderstreept het langetermijnbeleid van pensioenfondsen, maar meent dat als de verwachte opbrengst hoog genoeg is, je bepaalde beleggingen tactisch kan ophogen. Dat is wat hem betreft evenwel niet de basisreden om in ESG te beleggen. Van de Looij geeft aan dat InsingerGilissen ESG op dit moment niet als tactische belegging ziet. Van Schie reageert: ‘Amerika beweegt weg van ESG.’ Dat kan dan kansen bieden om bij te kopen. Maar ValueEdge blijft ESG vooral als een strategisch kader beschouwen.

Asset Allocatie Debat in Brussel

Het asset allocatie debat in Brussel staat onder leiding van Jan De Bondt, Executive in Residence bij Vlerick Business School, en Eelco Ubbels. Het panel bestaat uit Peter Billiet, Directeur van Fintegrity Family Office, Jérôme van der Bruggen, Chief Investment Officer Private Banking bij Degroof Petercam en Wim Vermeir, Chief Investment Officer bij AG Insurance.

Rente en inflatie

De eerste stelling van het debat in Brussel luidt ‘traditionele asset allocatie-strategieën moeten worden aangepast nu we in een tijdperk van hoge rentes zijn beland’. Daar zijn de panelleden het slechts voor een deel mee eens. ‘Ik zie juist de traditionele strategieën terugkomen,’ zegt Wim Vermeir. ‘Obligaties zijn weer terug. De lage rente was een soort ‘doping’ voor aandelen en vastgoed. Aan de andere kant zijn aandelen en vastgoed nog steeds interessant op de langere termijn.’

Jérôme van der Bruggen ziet op korte termijn een neerwaartse aanpassing van de Amerikaanse rente. ‘Wij verwachten dat de rente naar 3,5% wordt gebracht. Dat zal dan ook een ankerpunt zijn voor de lange termijn. Voor de financiële markten is dit een gunstige context.’ Vanuit het perspectief van een family office ziet Peter Billiet geen grote verschuiving naar obligaties. ‘Wij waren de laatste jaren volledig belegd in aandelen en dat is, met uitzondering van 2022, een goede keuze geweest.’ Daarnaast hebben zijn klanten veel vastgoed. ‘Dat is hun obligatie,’ aldus Billiet.



De vervolgvraag, of de inflatiedruk blijvend is, leidt in verschillende richtingen. Voor Van der Bruggen spelen twee tegen-gestelde krachten een rol: deglobalisering en de technologische revolutie. ‘De resul-tante zal volgens ons een terugkeer naar 2% inflatie zijn’. Billiet ziet naast AI ook in vergrijzing een deflatoire kracht. Aande-len blijven volgens hem de juiste bescher-ming tegen inflatie. Vermeir merkt ten slotte op dat de energietransitie inflatoir kan werken.

Het panel is verder niet enthousiast over emerging markets debt (EMD) in de portefeuille. Van der Bruggen: ‘Dat seg-ment heeft de hoogste carry, maar van-wege de currency risk kan je geen grote allocatie hebben. Wij hebben nu 3% in medium risk-portefeuilles. En hard currency EMD vereist weer veel onder-zoek naar de kredietwaardigheid van de onderliggende landen.’ Vermeir is het daarmee eens. Billiet zegt om dezelfde reden geen EMD in de portefeuille te hebben.

Geopolitiek

Ook in Brussel wordt het internationale toneel aangestipt. De vraag of het nodig is om scenario's te maken vanwege de turbu-lente geopolitiek, leidt tot het thema China. ‘We richten ons vooral op Europa, maar China heeft onze bijzondere aan-dacht, het is nu eenmaal een big player,’ aldus Vermeir. ‘Op de lange termijn zal China het goed blijven doen.’ Daar is Van der Bruggen het mee eens: ‘China heeft de middelen, de reserves en een goed opge-leide bevolking. En niemand zal volledig kunnen stoppen met het kopen van Chinese goederen.’ Billiet merkt op dat veel van zijn klanten Chinese aandelen aanhouden, omdat ze nog opwaarts potentieel zien. Verder kan het panel zich ook vinden in de vraag of beleggers meer moeten kijken naar opkomende markten exclusief China: andere regio's, zoals India en Mexico, bieden nu ook goede kansen, zo klinkt het.

En hoe zit het met de defensiesector? Maken geopolitieke spanningen het inves-teren daarin weer aantrekkelijk? Vermeir: ‘Bij ons wordt de discussie gevoerd, maar een directe ommezwaai is niet aan de orde. Op zich is het ook geen gemakke-lijke sector. Veel hangt af van incidentele,

‘Door de hogere rente is het minder noodzakelijk om in alternatieven te beleggen.’

grote contracten. Controversiële wapens zijn een lastig punt’. Dit thema speelt ook bij Van der Bruggen. Bij het family office van Billiet willen de meeste klanten niet in de wapenindustrie investeren. ‘Alleen zijn er bijna geen beleggingsfondsen die niet in de defensiesector beleggen’.

Wat zijn de gevolgen van geopolitieke spanningen voor de asset allocatie? Ver-meir zegt dat voor hem cash flow belang-rijk is. De traditionele asset allocatie is goed, mits goed inflatiebestendig. Hij is minder positief over commodities. Van der Bruggen merkt op dat je de gebeurte-nissen niet kan inplannen. Hij is optimis-tisch en vertrouwt op de diplomatieke skills van de VS. DeGroof Petercam belegt ook in goud, wat waardevast en een goede diversifier is. Voor Fintegrity ligt het anders, omdat het family office met fond-sen werkt. ‘We zitten met aandelen dicht tegen de MSCI World aan en dat houden we dit jaar zo,’ zegt Billiet.

ESG

Tot slot komt ook tijdens het debat in Brussel ESG ter sprake. ‘De hype dat alles wat groen is ook een goede belegging is, is gelukkig verdwenen,’ meent Vermeir. Hij ziet ESG vooral als een risicoanalyse, iets dat zijn organisatie zal blijven doen. Bovendien vinden klanten ESG belangrijk en blijft ook engagement van belang. Van der Bruggen is kritisch op de administra-tieve lasten. ‘Veel van de red tape moet verdwijnen,’ stelt hij. Maar duurzaamheidsrisico's vindt ook hij belangrijk. ‘Daarnaast denken we dat het controleren van de carbon footprint van onze portefeuille samengaat met het genereren van goede returns’. Billiet ziet vooral bij de jonge generatie belangstelling voor ESG. Zijn Fintegrity blijft ESG actief monitoren en voor 90% in ESG-fondsen beleggen.

Beide discussies met experts en hun interactie met de zaal lieten zien dat de kijk op asset allocatie en de sector-ontwikkelingen in België en Nederland elkaar niet veel ontlopen. ■

IN HET KORT

De traditionele asset allocatie lijkt terug van weggeweest.

Door de hogere rente is het minder noodzakelijk om in alternatieven te beleggen.

Binnen opkomende markten wordt China niet afgeschreven en liggen er kansen voor India en Mexico.

Het sentiment rond beleggen in wapenproducenten kantelt, maar een concrete ommezwaai is er nog niet.

ESG wordt gezien als stra-tegisch kader en als risico-analyse.

De strategische noodzaak van zorgvastgoed in vastgoedportefeuilles

Nederlands zorgvastgoed zou een integraal onderdeel moeten vormen van elke institutionele vastgoedportefeuille. Hartelt Fund Management onderbouwt de unieke kansen en kenmerken, zoals het combineren van stabiele, inflatie-geïndexeerde financiële rendementen met een hoge sociale impact.

Door Joep Munten en Victor Gulickx Zorgvastgoed heeft zich het afgelopen decennium ontwikkeld tot een overtuigend en strategisch segment binnen de vastgoedbeleggingsmarkt. Het is bij uitstek geschikt gebleken in het streven naar diversificatie en kapitalisatie op megatrends. Hartelt definieert zorgvastgoed als vastgoed dat verhuurd wordt aan zorgaanbieders in de care- en cure-segmenten. Seniorenwoningen hebben niet de specifieke kansen en kenmerken van zorgvastgoed en vallen vanwege beleggingstechnische redenen, zoals de hoge correlatie met de woningmarkt, buiten deze definitie.

Demografische en sociale trends

Demografische trends, zoals een (dubbel) vergrijzende bevolking en een toenemende levensverwachting, creëren een krachtige wind in de rug voor zorgvastgoed. Vooral de dubbele vergrijzing drijft de vraag naar zorgfaciliteiten en gespecialiseerde medische diensten. Deze demografische trends worden versterkt door sociale trends: veranderende consumentenvoorkeuren, eenzaamheid, langer thuis wonen, de wens tot meer zelfregie, actievere ouderen en de groei van eenpersoonshuishoudens. In Figuur 1 worden de gevolgen van de demografische ontwikkelingen en hun impact op de gezondheid en zorgmarkt weergegeven.

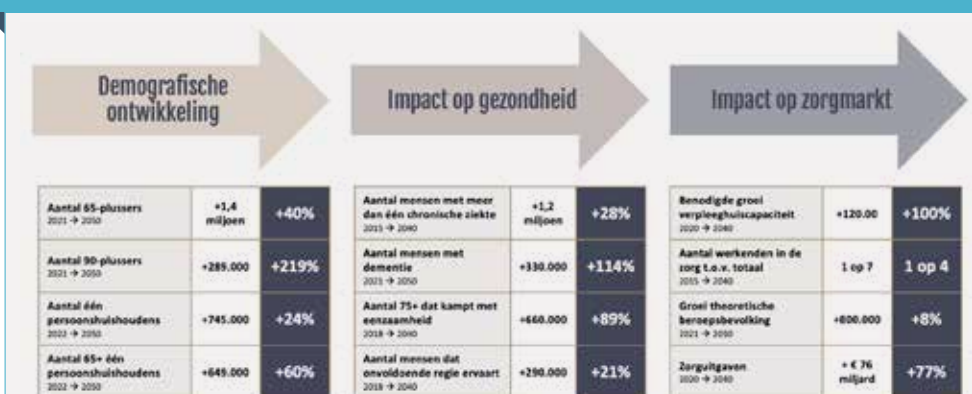
Veerkracht en stabiliteit

Een van de belangrijkste redenen waarom Nederlands zorgvastgoed in aanmerking moet worden genomen door institutionele beleggers is de inherente veerkracht en stabiliteit ervan. Zorgfaciliteiten zoals verpleeghuizen (met 24-uurs zorg) en zorg- en behandelcentra leveren essentiële diensten die niet kunnen worden uitbesteed en vrijwel immuun zijn voor economische cycli. De vraag naar zorgdiensten blijft constant, ongeacht economische omstandigheden, waardoor zorgvastgoed tijdens perioden van marktvolatiliteit een defensieve beleggingsstrategie is. Bovendien draagt de vergrijzende bevolking in Nederland bij aan een aanhoudende en groeiende vraag naar gezondheidsdiensten.

Overheidssteun en stabiele regelgeving

Het Nederlandse gezondheidszorgsysteem geniet een sterk draagvlak bij de overheid en kent stabiele regelgeving. Het streven van de overheid naar het handhaven van een hoog niveau van gezondheidszorg en zorginfrastructuur zorgt voor een gunstige omgeving voor investeerders. Stabiele regelgeving

FIGUUR 1: IMPACT DEMOGRAFIE OP DE ZORGMARKT



Bron: Hartelt Fund Management

‘De dubbele vergrijzing drijft de vraag naar zorgfaciliteiten en gespecialiseerde medische diensten.’

vermindert onzekerheden met betrekking tot veranderingen in beleid, wat zorgt voor een stabiele beleggingsstrategie voor institutionele portefeuilles.

Aantrekkelijke risicogecorrigeerde rendementen

Nederlands zorgvastgoed biedt aantrekkelijke voor risico gecorrigeerde rendementen, met name in vergelijking met traditionele commerciële vastgoedsegmenten, maar ook in vergelijking met residentieel vastgoed. De stabiliteit van geïndexeerde inkomstenstromen, gekoppeld aan de voorspelbare vraag naar gezondheidszorg, draagt bij aan de defensieve aard en het lagere risiconiveau ten opzichte van andere vastgoedinvesteringen. Bovendien bieden langetermijn-huurcontracten met financieel stabiele Nederlandse zorgaanbieders een betrouwbare en voorspelbare inkomstenstroom, wat het risico-rendementsprofiel van zorgvastgoed versterkt. De unieke mix van stabiliteit en groeipotentieel maakt het tot een aantrekkelijke strategie voor institutionele investeerders die hun risico-rendementsprofielen willen optimaliseren.

Sociale impact en ESG-overwegingen

Naast financiële rendementen, levert een investering in zorgvastgoed ook een aanzienlijke bijdrage aan het welzijn van de samenleving. Investerings in zorgvastgoed bevorderen direct de beschikbaarheid, toegankelijkheid en betaalbaarheid van essentiële gezondheids- en medische diensten voor verbeterde en betaalbare volksgezondheidsresultaten.

Naarmate mensen ouder worden, neemt de prevalentie van chronische aandoeningen toe, wat leidt tot een grotere vraag naar langdurige zorg en ondersteuning. Dit resulteert in toenemende uitgaven voor gezondheidsdiensten, medicatie en langdurige zorg. Overheden, zorgverzekeraars en de samenleving als geheel staan voor de uitdaging om deze toenemende kosten op een bestendige manier te beheren.

Bovendien omvatten investeringen in Nederlands zorgvastgoed, na renovatie of nieuwbouw, duurzame complexen en bieden hiermee efficiënte en toekomstbestendige huisvesting. Dit komt ten gunste van de zorgaanbieders en hun cliënten/bewoners. Institutionele investeerders die ESG-principes belangrijk vinden kunnen zorgvastgoed gebruiken om hun portefeuilles in lijn te brengen met sustainable development goals (SDGs). Hartelt legt de nadruk op de volgende SDGs: 3 (goede gezondheid en welzijn), 11 (duurzame steden en gemeenschappen) en 13 (klimaatactie).

Het opnemen van zorgvastgoed in institutionele portefeuilles biedt investeerders ook de mogelijkheid om een rol te spelen bij het oplossen van uitdagingen in de gezondheidszorg. Een voorbeeld hiervan is de toenemende krapte op de arbeidsmarkt. Momenteel werkt 1 op de 7 mensen in de gezondheidszorg. Uitgaande van de huidige trends moet dit aantal stijgen naar 1 op de 4 in 2040. De arbeidsmarkt kan uiteraard geen gelijke tred houden met deze groeiende vraag. Slim ontworpen vastgoed met een efficiënte infrastructuur en slimme functies dragen bij aan efficiënte werkprocessen en het creëren van een gezond gebouw dat een positief effect heeft op het aantrekken van personeel, informele verzorgers en vrijwilligers. Door de ontwikkeling en uitbreiding van gezondheidszorginfrastructuur te ondersteunen, dragen investeerders bij aan de toegankelijkheid en betaalbaarheid van gezondheids- en medische diensten.

Focus op de Nederlandse zorgmarkt

Om daadwerkelijk impact te hebben op de Nederlandse zorgmarkt, is het van belang om langetermijnpartnerships aan te gaan met Nederlandse partijen. Hierbij dienen de kwaliteit, beschikbaarheid, toegankelijkheid en betaalbaarheid van zorg voorop te staan.

Samenvattend biedt zorgvastgoed niet alleen overtuigende financiële rendementen en een solide voor risico gecorrigeerde performance, maar sluit het ook aan bij bredere maatschappelijke en duurzaamheidsdoelstellingen. Investeerders die deze visie herkennen en omarmen, kunnen niet alleen rekenen op een stabiel financieel rendement, maar dragen ook op een zinvolle manier bij aan het welzijn van mensen met een zorgbehoefte, een verbeterde duurzaamheid van de gezondheidssector, betaalbaarheid van zorg en de vooruitgang van gezondheidszorginfrastructuur. ■



Joep Munten

Managing Director,
Hartelt Fund Management



Victor Gulickx

Fund Director,
Hartelt Fund Management

IN HET KORT

Een investering in Nederlands zorgvastgoed draagt bij aan het welzijn van mensen met een zorgbehoefte.

Beleggers in zorgvastgoed kunnen bijdragen aan de verduurzaming van de gezondheidssector, de betaalbaarheid van de zorg en de vooruitgang in de gezondheidszorginfrastructuur.

Zorgvastgoed biedt een stabiel financieel rendement.

Listed infrastructure for decarbonising, digitalising and deglobalising economies

Infrastructure is critical for modern economies. Investors should consider the benefits of owning mission-critical fortress assets through the stock market. Combined with non-listed, listed infrastructure offers significant asset allocation advantages.

By Shaun Stevens

Infrastructure supports all aspects of business and social life, including energy, transportation, water, and communications. There is a significant global need for investments in new infrastructure alongside upgrading existing, ageing assets. Governments will be unable to meet funding needs without the support of private capital. These unique assets benefit from wide moats given their strategic importance and the massive capital costs needed to develop and operate them. They are resources which are difficult to replicate and replace.

Modern economies need infrastructure

Structural trends impacting global economies, including digitalisation, decarbonisation and deglobalisation, will require ongoing infrastructure investment. Current estimates overlook

the full impacts on infrastructure needs of the energy transition. Similarly, the use of AI in the economy will have structural consequences for infrastructure needs. Additionally, the eroding of the international consensus around global trade will have long term implications for national economies' infrastructure assets.

Listed infrastructure's investment characteristics include attractive total returns, driven by predictable cash-flows that are generally linked to inflation. The global sector provides diversification across geographies as well as various sub-sectors. International investors view it as comparable to investing in private infrastructure over the long-term.

Some institutional investors prefer investing in infrastructure through non-listed

funds. However, the underlying entities owned by listed and unlisted investors are essentially the same assets. The assets are regulated in the same manner regardless of the ownership structure. Managers need the same expertise to manage the assets, irrespective of whether they are publicly or privately held.

The need for global infrastructure investment is confirmed by recent studies. The Global Infrastructure Hub estimated \$ 3.7 trillion is required annually to 2040 to meet basic infrastructure needs globally. The research estimated that there was an existing annual shortfall of upwards of around \$ 500 billion in unmet funding for vital infrastructure.

Despite the abundant need for investment, there's little danger that the assets owned by investors will face competition. Unlike other built environment sectors like real estate, barriers to entry are considerable. The infrastructure sector's assets require massive initial capital outlays, are highly regulated, and provide concession-based or

contracted revenues. Infrastructure companies enjoy monopolistic businesses that often have regulated revenues. These features potentially reduce financial risk, generate attractive risk-adjusted returns, and provide downside protection.

Support from secular trends

The secular trends of decarbonisation, digitalisation, and deglobalisation will remain dominant themes in 2024 and beyond, supporting demand for infrastructure. The energy transition will require substantial infrastructure investment. The need to decarbonise economies through electrification implies demand for new generation and transmission capacity. Energy supply is structurally tight. Existing energy infrastructure companies will benefit from owning existing assets. The energy transition will make it difficult to build additional hydrocarbon-based infrastructure assets.

The growth in AI applications will require new digital and energy assets to support this nascent economic

FIGURE 1: GLOBAL STOCKS VERSUS INFRASTRUCTURE EQUITIES, ANNUAL EARNINGS GROWTH TO DECEMBER 2022



Source: Global Listed Infrastructure Organisation, February 2024

revolution. Increased digital demand will affect the way infrastructure assets operate. It will also require more energy-related assets and accelerate investment in data centres and telecommunication towers.

Deglobalisation of the international economy implies a growing focus on infrastructure investments that support localised supply chains like energy, water, transport, and trade. It could also add more layers of regulation, requiring investors to deal with more national supervisory authorities. Investment managers will need to be able to capture the benefits of infrastructure ownership in more complex, regulated sectors operating across jurisdictions.

Listed infrastructure's investment characteristics

Listed infrastructure has delivered attractive total returns underpinned by predictable long-term cash-flows, generally linked to inflation. The global sector provides diversification across geographies and sub-sectors. International investors observe it is a

proxy for owning private assets over the longer term. Infrastructure equities are transparent and liquid compared to less visible and tradeable private vehicles. Infrastructure's cashflow income has typically exceeded the broader equity market helping to grow dividend income (Figure 1). This is partly due to the monopolistic, regulated nature of the income stream. There is usually little competition, with the income being supported by regular price escalators.

The asset class has provided higher income and total returns than general equities. Global listed infrastructure has outperformed equities and bonds over longer periods. Its sensitivity to prices has been evident in its performance during periods of inflation (Figure 2). There's considerable published evidence that infrastructure has delivered strong relative returns during periods of higher-than-expected inflation.

Listed infrastructure provided impressive returns over 10 and 20 years, an attractive Sharpe ratio and outperformed inflation.

These characteristics imply that adding infrastructure to a portfolio improves its efficient frontier. There is additional evidence for blending listed and unlisted infrastructure allocations. Research confirms that a blended combination of public and private infrastructure in an optimal allocation of bonds and equities can improve a portfolio's risk return profile (Hughes and Creswell, GLIO). Clearly, over longer holding periods, infrastructure is a single asset class, regardless of its capital structure.

Future proofing investor portfolios

Listed infrastructure provides investors with exposure to the future cornerstones of modern economies. The sector offers hard, essential assets that are scarce but crucial resources. It has offered competitive performance over the long term and has the same underlying characteristics and investment performance as privately owned assets. One of the puzzles for listed infrastructure companies and fund managers is to convince a substantial section of institutional investors to look past the public-private divide. Listed and private infrastructure are two ways to access the same asset. Fortunately, investors in markets like the USA and Australia increasingly recognise the critical value of investing via private and public markets. Investment from both sectors will be fundamental, given the challenges presented by the demands of digitalisation, the energy transition and a de-coupling of international trade. ■



Shaun Stevens

Founder of Real Assets Research, and advisor to the Global Listed Infrastructure Organisation (GLIO)

FIGURE 2: TOTAL RETURNS, VOLATILITY, AND SHARPE RATIOS FOR LISTED INFRASTRUCTURE VERSUS OTHER ASSET CLASSES

USD Return (Yrs Annualized)	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years	20 Years	Volatility (20 years)	Sharpe Ratio (20 years)
Listed Infrastructure							
Developed Infrastructure	2,5%	3,9%	5,3%	7,2%	9,6%	13,0%	0,74
Equities							
Global equities	25,6%	9,2%	12,2%	9,6%	8,5%	15,4%	0,55
REITs							
Global REITs	1,5%	-0,4%	0,7%	3,6%	6,0%	18,7%	0,31
Bond & CPI Benchmarks							
Global Bonds	3,1%	-5,5%	-1,0%	-0,1%	2,2%	6,0%	0,36
CPI	3,6%	5,6%	4,0%	2,7%	2,3%		

Source: GLIO, FTW, FTSE EPRA Nareit, S&P, DJBGI, Bloomberg. As of 29 February 2023.

SUMMARY

Listed infrastructure has historically been overlooked. The sector owns fortress-like assets with predictable long-term cashflows matching institutional investors' liabilities.

Secular trends like digitalisation, decarbonisation and deglobalisation, underpin demand for infrastructure.

Listed infrastructure has the characteristics of privately held assets and there's compelling evidence for combining both in optimal portfolios.

Duurzaam beleggen gaat primair om maatschappelijk rendement

Paul Smeets stond aan de basis van 's werelds eerste Sustainable Finance masteropleiding. Hij was ook de eerste die een burgerberaad over duurzaam beleggen opzette met deelnemers van een pensioenfonds. Hoe denkt hij over duurzaam beleggen? In hoeverre acht hij maatschappelijke impact door financiële organisaties mogelijk? Financial Investigator sprak met hem.

Door Harry Geels

U bent professor Sustainable Finance. Waarin verschilt Sustainable Finance van 'gewone' Finance en waarom is er verschil?

'Toen ik Economie studeerde, ging het vooral om de vraag hoe nóg meer geld te verdienen. De vraag hoe iets goeds te doen met geld werd amper gesteld. Die vraag begon mij echter wel steeds meer bezig te houden. Ik heb toen in 2015 samen met Jeroen Derwall de eerste Sustainable Finance masteropleiding ter wereld opgezet aan de Universiteit van Maastricht. Anderhalf jaar geleden vroeg de Universiteit van Amsterdam mij om professor in Philanthropy and Sustainable Finance te worden en een onderzoeksgroep in duurzame financiering te starten. Sustainable Finance wint de laatste jaren aan populariteit. Toen we er in Maastricht mee begonnen, waren er 15 studenten, toen ik er wegging was het aantal opgelopen naar 75. Nu starten we bij de UvA al met 100 studenten. Uit onderzoek blijkt dat maatschappelijke impact belangrijk is voor afgestudeerden in Sustainable Finance en dat ze daar zelfs met een gemiddeld lager salaris aan bij willen dragen. Dat is een wereldwijde trend. In Zweden nemen studenten bijvoorbeeld genoeg met gemiddeld een 9% lager aanvangssalaris.

Hoewel we bij Sustainable Finance meer aandacht besteden aan maatschappelijk rendement, blijven we in

de colleges wel benadrukken dat financiële markten relevant zijn. 'Markten' hebben bij sommigen onterecht een negatieve bijklank. Ze spelen echter een belangrijke rol bij waarderingvraagstukken en de efficiënte allocatie van middelen. We proberen Finance vanuit verschillende perspectieven te belichten. Het grote verschil tussen Sustainable Finance en 'gewone' Finance is eigenlijk simpel. Bij de eerste wordt niet alleen naar financieel, maar ook naar maatschappelijk rendement gestreefd. Die zijn meestal niet gelijk aan elkaar. Het financiële rendement van beleggingen met echte positieve maatschappelijke impact kan enkele procentpunten lager liggen. Of het rendement is gelijk, maar dan zijn de risico's van de impactbelegging groter. Als de financiële risico-rendementsverhoudingen van impactbeleggingen gelijk zouden zijn aan die van andere beleggingen, dan is er eigenlijk geen onderscheid. Dan is iedere financier bereid duurzaam te financieren en heb je de duurzame belegger niet nodig.'

Hoe definieert u duurzaamheid? Op basis van ESG of de SDGs?

'Wij definiëren duurzaam beleggen als beleggen met maatschappelijk rendement. Eigenlijk is het niet moeilijker dan dat. Een veel gebruikte kapstok om maatschappelijk rendement aan op te hangen, betreft inderdaad de SDGs. Dat zijn er zeventien en dat maakt

Paul Smeets

Paul Smeets is hoogleraar Philanthropy and Sustainable Finance aan de Universiteit van Amsterdam. 'Mijn doel is om te onderzoeken wat individuen drijft hun tijd en middelen te investeren op een manier die de samenleving ten goede komt.' De komende vijf jaar gaat hij de overtuigingen en het duurzame beleggingsgedrag van professionele beleggers onderzoeken. Smeets is verder adviseur van het ministerie van Financiën en heeft een PhD in Finance van de Universiteit van Maastricht.



het complex en ondoorzichtig. Want op welke doelen gaat de belegger zich richten? Vaak is er sprake van overlap en tegenstrijdigheid. Dat laatste geldt eigenlijk ook voor ESG.

Een andere veel toegepaste duurzame strategie betreft uitsluiten, meestal van fossiel, wapens en tabak. Ook hier geldt dat die uitsluitingen volgens de Finance-theorie de risico-rendementsverhoudingen verslechteren. Immers, als vooral grote beleggers de betreffende aandelen verkopen, dalen de koersen en stijgen voor die aandelen de toekomstige rendementen. We kunnen zelfs nog een stap verder gaan. Allerlei 'duurzame concepten' trekken geld aan van onwetende beleggers die mogelijk liever hun geld écht impactvol willen beleggen. Tot slot heeft uitsluiten eigenlijk geen impact, want die bedrijven zullen, voorlopig althans, gewoon blijven bestaan.'

De klimaattransitie heeft de volle aandacht van de maatschappij, met polariserende kenmerken, van degrowth-aanhangers tot klimaatontkenners. Ziet u die tegenstellingen ook? Hoe denkt u vanuit een Finance-bril de klimaattransitie het snelst tot voltooiing te brengen?

'Ik citeer graag mijn collega Aleksandar Andonov uit Macedonië, een land dat een flinke periode van degrowth heeft meegemaakt: 'Tijdens de grote economische neergang boeide het geen Macedoniër wat er met het klimaat gebeurde, omdat men in een overlevingsstand terecht was gekomen.' Er leven in de wereld nog steeds ruim 700 miljoen mensen van minder dan \$ 2 per dag. Die leven van dag tot dag. We moeten het armoede- en klimaatvraagstuk daarom sámen bekijken. Europa is verantwoordelijk voor 8% van de wereldwijde CO₂-uitstoot, 92% komt van daarbuiten. We kunnen natuurlijk heel druk doen over het terugbrengen van de 8% naar 7% of 6%, maar het is veel lonender die 92% te reduceren, bijvoorbeeld door kredieten te verstrekken in opkomende markten.

Een voorbeeld is India, waar – nu de middenklasse groeit – mensen steeds vaker een relatief vervuilende airconditioner aanschaffen. Het is beter die mensen financiering te bieden om ze een milieubesparende airconditioner te laten kopen. Een ander voorbeeld is om opkomende landen te helpen op een andere manier in hun energiebehoefte te voorzien, want die gaat tot 2050 nog verdubbelen. Bijvoorbeeld middels financiering van zon-, water- en kernenergie, in plaats van de nu gebruikelijke kolencentrales. De focus moet liggen op de wereldwijde in plaats van de eigen energietransitie.

Verder moet er veel geld gaan naar impactbeleggingen die zich richten op het ontwikkelen van nieuwe technologieën om schonere energie te produceren waar de hele wereld zijn voordeel mee kan doen. Kijk wat er is gebeurd met alle investeringen die zonne-energie spotgoedkoop hebben gemaakt. De problemen zijn nu de aansluiting op het energienet en de efficiënte opslag van die energie.

Verder is het natuurlijk van belang om CO₂ goed te beprijzen. Dan zou de markt de transitie bijna als vanzelf oplossen. In Europa lijkt dat al aardig de goede kant op te gaan. En dat gaat nog beter worden met het Carbon Border Adjustment Mechanism, omdat dit ook een prikkel geeft aan andere continenten om hun beprijzing te verhogen. Het beprijzingsverschil tussen Europa en andere landen gaat namelijk naar de EU in plaats van naar de landen buiten Europa. In Europa prijzen we nu zo'n € 80 per ton CO₂ in, terwijl de rest van de wereld nog maar gemiddeld rond de € 10 beprijsd. We lopen daarmee flink op de rest vooruit. Dat is aan de ene kant lovenswaardig, maar aan de andere kant geeft het de Europese bedrijven die veel energie gebruiken een uitdaging. Een oplossing is om de subsidies op fossiele brandstoffen in te ruilen voor energiekortingen. En hoe groener de energie die bedrijven gebruiken, des te groter de korting.'

‘Als beleggers echt impact willen hebben, moeten ze investeren in potentieel impactvolle bedrijven.’

Hoe kunnen vermogensbeheerders het beste omgaan met de politiek geladen

Sustainability-issues, vooral nu mensen er zulke uiteenlopende visies op na houden?

‘Het is op dit moment voor vermogensbeheerders helaas erg lastig om hun diensten en de wensen van klanten op elkaar aan te laten sluiten. Het is belangrijk dat er eenduidigheid komt over de ware duurzaamheid van bedrijven. Mogelijk gaat de CSRD daarbij helpen. Maar ik vrees dat er vele grijstinten blijven bestaan. Bedrijven kunnen tegenwoordig zomaar een rechtszaak of een claim krijgen. Eigenlijk kunnen ze ook niet garant staan voor de hele aanbodketen.

En met duurzaamheidslabels gaan we de oorlog óók niet winnen. We lopen het gevaar veel mensen in te zetten voor en geld uit te geven aan allerlei metingen en het plakken van etiketjes. Veel labels slaan bovendien nergens op, zoals de Nutri-Scores die alleen per productsoort gelden: gezonde tomatensoep kan een slechtere rating hebben dan ongezonde chocoladepasta. En wat zit er allemaal precies in ‘officieel gezonde’, geteelde zalm?

Ik zet veel liever in op investeringen in nieuwe technologieën, bijvoorbeeld ter voorkoming van dierproeven, energieverbruik of vleesconsumptie. Nogmaals, als beleggers echt impact willen hebben, moeten ze investeren in potentieel impactvolle bedrijven.’

Kunnen institutionele beleggers algemeen duurzaam beleid maken voor al hun deelnemers of moeten deelnemers dat zelf invullen?

‘Het is van groot belang dat we de stille meerderheid niet uit het oog verliezen. Mijn indruk is nu dat er een paar mensen hard schreeuwen en vervolgens hun zin krijgen. Zo werkt een democratie niet. Recent hebben we met het Pensioenfonds Detailhandel een burgerberaad georganiseerd, bestaande uit vijftig willekeurig geselecteerde deelnemers. Met een gespreksleider werden zij gedurende drie dagen door externe experts voorgelicht over alle voor- en nadelen van duurzaam beleggen. Vervolgens mochten die vijftig burgers een aanbeveling doen aan het bestuur van het fonds.

Mijn eerste observatie was dat pensioendeelnemers weinig weten over hun pensioenbeleggingen en dat die drie dagen al een enorme winst waren om pensioenbeleggen in het algemeen en de nuances van duurzaam-

heid in het bijzonder te leren kennen. Het was voor deze burgers bijvoorbeeld een eye opener dat de

pensioenuitkeringen die ze ontvangen voor driekwart bestaan uit beleggingsrendementen. Verder mogen alle deelnemers stemmen over een aantal ideeën die uit het burgerberaad zijn gekomen, ideeën die volledig en transparant naar de deelnemers worden gecommuniceerd.

Dit is de eerste keer dat een pensioenfonds het zo doet. Uit de evaluaties bleek dat de deelnemende burgers het ontzettend fijn vonden dat ze mochten meedenken en -praten. Dit initiatief verdient navolging. Ikzelf heb bijvoorbeeld als deelnemer van ABP nooit de vraag gehad of ik akkoord ga met het uitsluiten van fossiel in het beleggingsbeleid. In mijn optiek is het ABP gewicht voor een kleine, activistische groep.’

Wat zijn verder uw ambities?

‘Mijn eerste ambitie is om van Nederland het meest impactvolle land ter wereld te maken, zowel wat betreft investeringen in duurzaamheid als wat betreft donaties. Er zijn twee manieren om impact te hebben: investeren en doneren in nieuwe duurzame technologieën. Iemand die zijn vermogen laat beheren, kan in de meeste gevallen beter goedkoop in de wereldwijde beurzen beleggen en voor het laatste stukje aan effectieve filantropie te doen. We hebben op basis van wetenschappelijke inzichten een lijst van impactvolle goede doelen bepaald en openbaar gemaakt op de website van Doneer Effectief, verdeeld over de categorieën Armoede & Gezondheid, Klimaat, en Dierenwelzijn & de Voedseltransitie. Door zowel te beleggen als aan filantropie te doen, wordt financieel en maatschappelijk rendement aan elkaar gekoppeld. Deze boodschap laat ik ook regelmatig op mijn eigen YouTube-kanaal terug komen.

Mijn tweede ambitie is om door Sustainable Finance te doceren, studenten aan te zetten duurzaamheid in hun carrière te betrekken. Het is tegenwoordig een feest om in de collegezalen te vernemen welke uiteenlopende meningen en zelfs concrete plannen studenten allemaal al hebben en met hen op een inhoudelijke, respectvolle en apolitieke manier in discussie te kunnen treden. Alle meningen moeten daarbij vanzelfsprekend gehoord kunnen worden. Dat is een belangrijke taak van de wetenschap.’ ■



Poor Charlie's almanack

Levens- en investeringslessen van de legendarische vicevoorzitter van Berkshire Hathaway, Charles T. Munger, geredigeerd door zijn vriend en Glenair CEO Peter Kaufman. Beschikbaar in print, in pdf en online.

Peter Kaufman (red.),
Stripe Press

tinyurl.com/FI2024-PKaufman en
www.stripe.press/poor-charlies-almanack



How to make a few billion dollars

Multi-ondernemer Brad Jacobs – de man achter 7 miljardenbedrijven en 500 M&A transacties – beschrijft de redenen van zijn succes en geeft aanbevelingen en praktische adviezen.

Brad Jacobs,
Greenleaf Book Group

tinyurl.com/FI2024-BJacobs

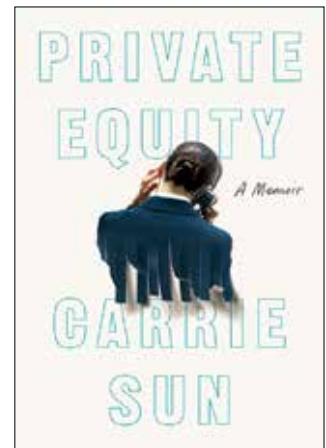


The fall and rise of American finance: from J.P. Morgan to Blackrock

De auteurs betogen dat financialisering de concurrentiediscipline heeft versterkt en zo efficiëntie, winsten en arbeidsprestaties heeft gemaximaliseerd.

Scott Aquanno et al.,
Verso Books

tinyurl.com/FI2024-SAquanno



Private equity, a memoir

De rechterhand van een miljardeninvesteerder verhaalt over de cultuur, de stress en de offers van het werken in een hedge-fund en wat nodig is om uit die wereld te kunnen stappen.

Carrie Sun,
Penguin Random House

tinyurl.com/FI2024-CSun



PAPERS

The failure of Silicon Valley Bank and the panic of 2023

De bankfaillissementen van begin 2023 als lesmateriaal voor het verklaren van de onderliggende economische aspecten van het bankwezen en de bankencrises.

Andrew Metrick,
Journal of Economic Perspectives 38-1 (2024), p.133-152

tinyurl.com/FI2024-AMetrick



Grootste pensioenfondsen beleggen niet beter

Grote pensioenfondsen hebben (met succes) belegd in meer renderende en ook riskantere beleggingen, maar ze verloren rendement door hun renterisico minder af te dekken.

Jeroen Bikker et al.,
ESB 109-4830 (2024), p.82-85

tinyurl.com/FI2024-JBikker



The impact of climate change risk on long-term asset allocation

Voor risico gecorrigeerde rendementen nemen (flink) af als klimaatimpact meetelt, volgens dit model voor cross-asset portefeuillekeuzes voor de lange termijn dat ook naar klimaatrisico kijkt.

Jean-Charles Bertrand et al.,
Journal of Portfolio Management 50-5 (2024), p.238-263

tinyurl.com/FI2024-JBertrand



Impact of the ESG rating on the cost of capital: evidence from the S&P 500

Onderzoek van Bloomberg-data en MSCI's ESG-scores van alle S&P 500-bedrijven toont aan dat de bedrijven met de betere ESG-ratings kunnen profiteren van lagere kapitaalkosten.

Dietmar Ernst et al.,
Journal of Risk and Financial Management 17-3 (2024), p.91

tinyurl.com/FI2024-DErnst



CSDDD revisited

Op 15 maart 2024 is de Corporate Sustainability Due Diligence Directive aangenomen in een sterk afgezwakte vorm. Voor het Europese bedrijfsleven biedt het bereikte compromis wat meer ademruimte.

In mijn vorige column ('Met de CSDDD duurzaam ten onder?' in Financial Investigator 1 van 2024) schreef ik dat op 14 december 2023 een voorlopig akkoord was bereikt tussen de Europese Raad en het Europees Parlement over de CSDDD, de Corporate Sustainability Due Diligence Directive. De algemene verwachting – ook die van mij – was dat het bereikte akkoord zonder verdere discussie in een richtlijntekst zou worden omgezet en dat deze richtlijntekst vervolgens als een hamerstuk zou worden aangenomen. Op een bijeenkomst in Brussel op 28 februari 2024 bleken echter verschillende grote EU-lidstaten, waaronder Duitsland, Frankrijk en Italië, niet langer bereid te zijn de uitwerking van het politieke akkoord in een richtlijntekst te ondersteunen, omdat de voorliggende regeling te belastend zou zijn voor het Europese bedrijfsleven.

Zoals eerder uiteengezet, moet de CSDDD bedrijven gaan verplichten om de negatieve effecten van hun eigen bedrijfsactiviteiten en die van hun dochterondernemingen en ketenpartners op het milieu en de mensenrechten te identificeren, en deze negatieve effecten te beëindigen dan wel zoveel mogelijk te beperken. Bedrijven die daarin tekortschieten, kunnen worden geconfronteerd met bestuurlijke boetes en zelfs met civielrechtelijke aansprakelijkheid.

In mijn vorige column waarschuwde ik dat de CSDDD, ondanks haar nobele intenties om duurzaamheid en het nemen van maatschappelijke verantwoordelijkheid te bevorderen, uitermate belastend zou kunnen uitpakken voor bedrijven in de EU. Dit vanwege de aan de richtlijn verbonden lasten en onzekerheden. Weliswaar zou de richtlijn binnen de EU een gelijk(er) speelveld creëren, maar de door de CSDDD bestreken ondernemingen zouden vanwege die lasten en

onzekerheden het risico lopen uit de markt te worden geprijsd door concurrenten uit derde landen. Ik stond in deze kritiek niet alleen: het Europese bedrijfsleven heeft de CSDDD van het begin af aan als een bedreiging beschouwd.

Het wegstemmen van het eerder bereikte akkoord op 28 februari 2024 heeft gelukkig de mogelijkheid gecreëerd om, door er opnieuw over te onderhandelen, tot een alternatief te komen waarin de reikwijdte van de CSDDD substantieel wordt beperkt en de concurrentiepositie van het bedrijfsleven minder wordt aangetast. Die onderhandelingen hebben geleid tot het aannemen van het huidige compromis op 15 maart 2024.

In dat compromis wordt de reikwijdte van de CSDDD beperkt tot ondernemingen met gemiddeld meer dan 1000 werknemers in plaats van de eerder voorgestelde 500 werknemers, en een wereldwijde netto-omzet van meer dan € 450 miljoen, in plaats van € 150 miljoen. De mogelijkheid van aanwijzing van specifieke risicosectoren is geschrapt. Het downstreamgedeelte van de definitie van de keten van activiteiten is beperkt door verwijzingen naar de afvoer van het product te schrappen en door de zorgplicht van de onderneming te beperken tot directe ketenpartners. Ook de verplichting voor bepaalde ondernemingen om, onder andere door financiële prikkels, de implementatie van een klimaattransitieplan te bevorderen, is komen te vervallen. De regels inzake de civielrechtelijke aansprakelijkheid zijn aangepast om de lidstaten meer flexibiliteit te geven. Belangrijk is ook de intrekking van de politieke verklaring inzake de noodzaak om nadere wettelijke regels voor gereguleerde financiële ondernemingen te ontwikkelen.

De CSDDD moet nog definitief door het Europees Parlement worden goedgekeurd. Met het huidige compromis lijkt dat echter een formaliteit die nog net binnen de huidige termijn van het Europees Parlement kan worden geregeld. De richtlijn zal, afhankelijk van bedrijfsgrootte en omzet, over een periode van drie tot vijf jaar na inwerkingtreding op de betreffende onderneming van toepassing worden. ■



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

Koen Hoogenhout

Van BNY Mellon IM naar Pemberton Asset Management



1999

Fiscaal Recht,
Rijksuniversiteit
Groningen

1974

Geboren in Leiderdorp

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

De eerste maanden zijn heel goed bevallen, het was een zeer warm welkom! Ik heb de afgelopen maanden, en vooral tijdens de decemberfestiviteiten, een groot deel van de mensen leren kennen.

Pemberton heeft weliswaar Legal&General als grote minderheidsaandeelhouder, maar het bedrijf zelf is een stuk kleiner dan de grote bedrijven waar ik eerder voor heb gewerkt. Partners en medewerkers hebben een duidelijk doel voor het bedrijf voor ogen en de cultuur is informeel. Dat geeft een hele goede werksfeer.

U begon uw professionele carrière bij PwC en ABN AMRO. Wat heeft u daar gedaan en wat waren uw ervaringen?

Bij PwC heb ik kort als fiscaal jurist gewerkt en kwam ik er al snel achter dat mijn toekomst ergens

anders lag. Bij ABN AMRO heb ik gewerkt als private banker, als product specialist binnen asset management en daarna als leidinggevende bij vermogensbeheer binnen de private bank.

Kunt u kort aangeven welke kennis u toen heeft opgedaan?

Bij ABN AMRO heb ik veel afdelingen gezien. Ik ben specialist geweest, heb heel veel verschillende cliënten ontmoet, heb leiding gegeven en veel aan persoonlijke ontwikkeling gedaan. Een hele mooie basis.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Pemberton Asset Management?

Bij BNY Mellon heb ik de afgelopen jaren ervaring opgedaan met alternative credit. In juni 2023 ben ik via een headhunter in contact gebracht met Boris Harmsen, het hoofd van het Nederlandse kantoor en originator van leningen in de Benelux. Na het gesprek met hem heb ik een dag gesprekken in Londen gehad en daarna was het vrij snel rond.

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan gebruiken bij Pemberton Asset Management?

Na PwC en ABN AMRO heb ik 15 jaar op het vlak van business development gewerkt in de Benelux, Zweden en het Verenigd

Koninkrijk, bij BNY Mellon IM, AXA IM en Vanguard. Ook al is alternative credit een andere categorie, de ervaring in asset management en business development komt goed van pas in mijn nieuwe rol.

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

Ja, gelukkig wel. Mijn focus is business development, maar ik leer nu ook veel over de bedrijven aan wie wij leningen verstrekken. In de mid-market, waar Pemberton actief is, kunnen wij bedrijven helpen positieve impact te maken met de leningen die wij verstrekken. Ik kijk ernaar uit om samen met beleggers te kijken hoe we dit nog meer en nog beter kunnen gaan doen en zo impactmandaten kunnen vormgeven.

Wat verwacht u als Executive Director bij Pemberton Asset Management te bereiken?

Ik verwacht binnen enkele maanden het bedrijf en de producten goed te kennen en (toekomstige) institutionele relaties te kunnen helpen bij hun keuzes in private debt. Omdat de private debt-markt een steeds groter aandeel heeft in de corporate credit-markt, willen ook private banks en wealth managers hun klanten toegang geven tot private markten en ik kijk ernaar uit om hierover mee te denken.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Mijn persoonlijke ambitie is om een interessant, liefdevol en leuk leven te hebben en de overstap naar Pemberton past in ieder geval in twee daarvan. Bij een nieuwe baan zoek ik altijd naar verbreding of verdieping en in deze rol heb ik beide gevonden. ■

André van den Heuvel

is begonnen als Managing Partner bij Oceanside Financial Services. Hij komt over van Robeco.

Bart Oldenkamp

is benoemd tot Directeur Klanten & Producten bij Achmea Investment Management.

Najib Nakad

is benoemd tot Senior Portfolio Manager in het Dividend & Value-team van Van Lanschot Kempen. Eerder werkte hij 18 jaar bij Hof Hoorneman Bankiers.

Rick van Delft

is begonnen als Senior Investment Analyst bij Holland Immo Group. Hij komt over van Certitudo Capital.

Hedwig Peters

is begonnen als Uitvoerend Bestuurslid van Pensioenfondsen Nedlloyd. Ze blijft daarnaast actief voor enkele andere pensioenfondsen.

Hens Steehouwer

is benoemd tot Chief Innovation Officer bij Ortec Finance. Hij was al sinds 1997 werkzaam bij het bedrijf en vervulde er sinds 2006 de functie van Head of Research.

Jeroen Vrancken

is benoemd tot Head of Wholesale Benelux bij Allianz Global Investors. Hij is daar sinds 2021 werkzaam.

Mathijs Lindemulder

is begonnen als Lead Sustainability & Impact in het External Manager Selection & Monitoring-team van Aegon Asset Management.

Hendrik Tuch

is begonnen als Hoofd Accountmanagement bij a.s.r. vermogensbeheer. Hij komt over van Aegon Asset Management.

Lennard van der Beek

is benoemd tot Commercieel Directeur van De Nationale APF. Hij werkte eerder onder meer voor Achmea Pensioenservices, Willis Towers Watson en Zwitserleven.

Mirja Constandse

is aangetreden als Bestuurslid bij Pensioenfonds De Nederlandsche Bank. Zij blijft daarnaast actief in het bestuur van De Nationale APF.

Damla Hendriks

is per 1 juni aangesteld als Chief Risk Officer bij Van Lanschot Kempen. Momenteel is ze CEO van Eureka Sigorta, een dochterbedrijf van Achmea in Turkije. Daarvoor werkte ze bij Nationale-Nederlanden, Aegon, Robeco en Cardano.

Kevin Bergenhenegouwen

gaat aan de slag als General Counsel bij NWB Bank. Hij komt over van PGB Pensioendiensten.

Pepijn Hendrix

is benoemd tot Directiesecretaris bij DUFAS. Hij was hiervoor Persoonlijk Medewerker voor een Tweede Kamerlid.

Tara-Jane Fraser

is benoemd tot Voorzitter van de Beleggingscommissie van Eumedion. Zij blijft daarnaast actief als Senior Portfolio Management Responsible Investment Equities bij APG Asset Management.

**Petra Stassen**

is benoemd tot Director bij AF Advisors. Zij komt over van Goldman Sachs.

Bas Kempers

is begonnen als Private Banker en Client Advisor bij InsingerGilissen. Hij komt over van ABN AMRO MeesPierson.

Eelke Visscher

is aangesteld als Directeur Bedrijfsvoering van de Pensioenfederatie. Hij werkt sinds 2018 als Hoofd Bedrijfsvoering bij VNG.

Marcel Jacobs

gaat aan de slag als Beleggingsanalist in het Venture & Growth Technology-team van Holland Capital.

Jeroen Stuart

is benoemd tot Group Head of Marketing bij Quintet Private Bank. Eerder heeft hij vele jaren bij ING gewerkt, waar hij onder andere Commercieel Directeur Private Banking was.

Paul Loven

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Pensioenfondsen PGB. Hij is tevens actief voor ABN AMRO Pensioenfondsen en Algemeen Pensioenfondsen KLM.

Felix den Ottolander

is begonnen als Global Head of Investment Solutions bij Privium Fund Management.

Willem van der Boom

gaat aan de slag als Client Service Officer bij Auréus. Hij komt over van Trustus Capital Management.

Merlijn Boom

is begonnen als Vermogensbeheerder bij ABN AMRO MeesPierson. Hiervoor werkte hij onder meer bij Top Careerz en bij IJsselvliet Strategie & Realisatie.

Kaya de Lange

is aangesteld als CEO van BeFrank. Zij komt over van ING Insurance NL.

Robbert Booi

is benoemd tot CEO van Eurex Frankfurt AG. Hij komt over van ABN AMRO.

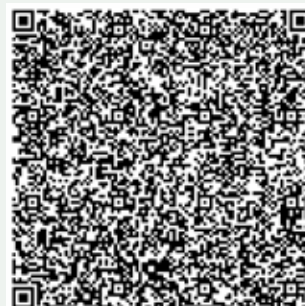
Gita Salden

treedt per 1 juni toe tot de directie van De Nederlandsche Bank. Zij is sinds 2018 Bestuursvoorzitter bij BNG Bank.

Michael Langendoen

is benoemd tot Uitvoerend Bestuurder bij De Nationale APF. Hij komt over van SPH.

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

