

# FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

## NIET-DUURZAAM ZIJN IS TE GOEDKOOP

Dirk Schoenmaker, RSM

## GELD ALS EEN FORCE FOR GOOD

Joanne Kellermann, PFZW

# WAAR HET UITEINDELIJK OM DRAAIT, IS IETS BETEKENEN

Ingrid Reichmann,  
Partners at Work

# VOOR EEN ANDER



RONDE TAFELS

EMD en  
Emerging Market Equity



# Schaats



# Schaats de Alternatieve Elfstedentocht

Voor kinderen met kanker!

23 januari 2026



Meer weten?

[schaatsvoorkika.nl](https://schaatsvoorkika.nl)

# Van betekenis zijn voor anderen

## HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

## ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels  
[harry@financialinvestigator.nl](mailto:harry@financialinvestigator.nl)

## EINDREDACTIE

Baart Koster

## REDACTIE

Hans Ames, Manno van den Berg, Baart Koster,  
 Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Michiel Pekelharing,  
 Lies van Rijssen en Esther Waal

## RAAD VAN ADVIES

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

## AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Neeraj Arora, Erik Jan van Bergen,  
 Mike Berners-Lee, Guy Brooks, Olivier Cassin,  
 Graham McCraw, Cemre Demirkazik, Han  
 Dieperink, Weichen Ding, Thomas Dirkmaat, Rob  
 Drijkoningen, Obe Eijkeme, Elvira Eurlings, John  
 Ewart, Mauro Favini, Leticia Ferreras Astorqui,  
 Rosie French, Asbjörn Friedrich, Vincent Geurts,  
 Siyana Gurova, Thijs Jochems, Joanne  
 Kellerman, Thomas Kieselstein, Joppe Knoester,  
 Samuel Lo, Kosma Matysiak, Jamie Milne, Naki  
 Nartey, Tom Niemans, Judith Norbart, Pim Rank,  
 Ingrid Reichmann, Irene Ruis-Sijstermans,  
 Andrea Salvatori, Dirk Schoenmaker, Ronald van  
 Steenweghen, Ramon Tol, Raymond van Wersch,  
 Eleanor Willi en Lindee Wong

## FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie  
 Kees Rijken Fotografie

## BASISONTWERP

jannie.design

## OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

## DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met  
 PreVision



## ADVERTENTIES

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

## UITGEVER

Financial Investigator Publishers B.V.  
[info@financialinvestigator.nl](mailto:info@financialinvestigator.nl)

## ABONNEMENTEN

Financial Investigator wordt via controlled  
 circulation uitsluitend verspreid onder professio-  
 nele beleggers. Lezers die tot de doelgroep  
 behoren waar Financial Investigator zich op richt,  
 kunnen het magazine of de PDF van het magazine  
 zonder kosten toegezonden krijgen. U kunt zich  
 zowel aanmelden als afmelden via onze website  
[www.financialinvestigator.nl](http://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](mailto: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 vervael-  
 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.

De beleggingswereld lijkt zich in het tweede Trump-tijdperk meer dan ooit te  
 realiseren dat we minder afhankelijk willen zijn van de dominantie van de VS.  
 Dit geldt zowel voor de economische afhankelijkheid als voor de invloed  
 van de Amerikaanse beurzen, die bij elkaar opgeteld nog altijd twee derde van  
 de wereldindex vertegenwoordigen.

We zien dat Europese en opkomende markten het relatief goed doen. Europa  
 probeert, met Duitsland als voortrekker, de groei aan te zwengelen, onder andere  
 door de begrotingsregels op te rekken en te investeren in de wapenindustrie.  
 Opkomende markten zijn interessant vanwege de nog altijd hogere groei, de  
 steeds beter wordende governance en de relatief aantrekkelijke waarderingen.

Opkomende markten bleven de afgelopen jaren achter bij de Amerikaanse  
 aandelenmarkt. Landen zoals India boden nog enige hoop, maar veel beleggers  
 spreken van een verloren decennium voor de hele beleggingscategorie.



Gaat dat tij keren? Zorgen lage waarderingen in onder  
 meer China en Latijns-Amerika voor een goed  
 instapmoment? Welke kansen bieden deze markten?

Tijdens de ronde tafels over Emerging Market Debt en  
 Emerging Market Equity deelden een aantal experts hun  
 visies en inzichten.

Verder in deze editie interviews met onder anderen  
 Joanne Kellerman, Bestuursvoorzitter van PFZW. Zij  
 benadrukt de noodzaak om de wereld wat beter achter te

laten. Hoogleraar Financiering aan de Rotterdam School of Management Dirk  
 Schoenmaker heeft een missie: beleggers aanzetten tot een fundamentele omslag,  
 van focus op kortetermijnwinst naar langetermijnwaarde. Mike Berners-Lee  
 ten slotte, Hoogleraar aan Lancaster University, geeft aan dat fondsbeheerders  
 een cruciale rol spelen bij het voorkomen van een milieuramp. 'Het zou hen  
 helpen als ze de fiduciaire taak krijgen om rekening te houden met onze planeet  
 en met toekomstige generaties.'

De interviews met Joanne Kellerman, Dirk Schoenmaker en Mike Berners-Lee  
 delen een gezamenlijke boodschap: de financiële sector draagt een grote  
 verantwoordelijkheid voor de toekomst van onze planeet en onze samenleving.  
 Ze roepen op tot een fundamentele omslag van kortetermijndenken naar  
 langetermijnwaarde, waarbij duurzaamheid, maatschappelijke impact en het  
 welzijn van toekomstige generaties centraal staan. Fondsbeheerders en beleggers  
 moeten niet alleen streven naar financieel rendement, maar ook actief bijdragen  
 aan een rechtvaardigere en duurzamere wereld.

Zelden heeft een interview me zo geraakt als dat met Ingrid Reichmann, enkele  
 weken geleden. Ondanks haar ernstige ziekte straalde Ingrid een enorme kracht,  
 levenslust en optimisme uit. Wat een powervrouw! Op 29 april is zij helaas  
 overleden. Haar boodschap blijft echter levend  
 en tegelijkertijd inspirerend: in de kern draait  
 het leven erom dat je van betekenis bent voor  
 anderen. Met deze waardevolle gedachte wil ik  
 dit voorwoord graag afsluiten.

Ik wens u een goed voorjaar toe!

**Jolanda de Groot**  
 Hoofdredacteur

**Seminar 'Green  
 Infrastructure & Sustainable  
 Real Estate'**

**12 juni 13.00 - 17.00 uur  
 WTC, Amsterdam**

**Meer informatie:  
[financialinvestigator.nl/  
 seminar-12-06-2025](http://financialinvestigator.nl/seminar-12-06-2025)**



10

Waar het uiteindelijk om draait, is iets betekenen voor een ander

6

De waarheid bestaat wel



Ronde Tafel  
'Emerging Market Debt'

20

## COVERVERHAAL

**10 Waar het uiteindelijk om draait, is iets betekenen voor een ander**, Interview met Ingrid Reichmann, Partners at Work

## THEMA EMERGING MARKETS

**20 Ronde Tafel 'Emerging Market Debt'**

**28 Opkomende markten onder Trump 2.0: debt met potentieel**, MFS Investment Management

**30 Potentieel Development Finance & Blended Finance nog onderschat**, Verslag Lunch Webinar Discussie 'Private Credit Investment Opportunities in EM Development & Blended Finance'

**32 A shift in EM fixed income strategies**, Vanguard

**34 What do emerging markets offer investors?**, Aubrey Capital Management

**36 Ronde Tafel 'Emerging Market Equity'**

## WETENSCHAP EN PRAKTIJK

**6 De waarheid bestaat wel**, Interview met Mike Berners-Lee, Lancaster University

**14 Laat geld een force for good zijn**, Interview met Joanne Kellermann, Pensioenfonds Zorg en Welzijn

**18 Proxy voting best practices: how Dutch pension funds lead by example**, rezonanz

**46 Stable returns through resilient Working Capital Finance**, Interview met Guy Brooks, Pemberton Asset Management

**48 Niet-duurzaam zijn is te goedkoop**, Interview met Dirk Schoenmaker, Rotterdam School of Management

**52 Slimmer spreiden met small caps: drie redenen om nu in te stappen**, Interview met Graham McCraw, Aberdeen

**56 Incorporating climate-focused impact in European fixed income investments**, DPAM

**58 Powering climate resilience: the role of private equity**, Interview met Lindee Wong, Tikehau Capital

- 60 Investeren in innovatie voor toekomstbestendige zorg,** Interview met Erik Jan van Bergen, Coöperatie VGZ
- 62 Construction materials of the future,** Rabo Fund Management
- 64 The green switch is only the first step,** Interview met Rosie French en Jamie Milne, Schroders Greencoat
- 68 Software-as-a-Compounder,** Carmignac

#### COLUMNS

- 9 CFA Society Netherlands:** Integriteit bij afbouw rentehedge voor Wtp
- 17 Han Dieperink:** Nieuwe records in 2025
- 45 Thijs Jochems:** De EU in tijdnoed: praktische democratie versus autocratie
- 55 Pim Rank:** ESMA-richtsnoeren reverse solicitation: naar een gelijk spelveld?
- 67 IVBN:** Leefbaarheid begint waar drempels verdwijnen

#### RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 70** Boeken & Papers
- 71** On the move special: **Thomas Dirkmaat**
- 72** On the move kort

#### EVENTS KALENDER

- 12/06** Seminar 'Green Infrastructure & Sustainable Real Estate'
- 17/06** Lunch Webinar Discussie 'Impact Measurement & Integration'
- 24/06** Ronde Tafel 'Affordable Housing & Assisted Living'
- 27/06** Ronde Tafel 'PE en VC Impact Investing'
- 03/09** Ronde Tafel 'How to invest in Biodiversity?'
- 17/09** Lunch Webinar Discussion 'SDG Integration in Global Equity Portfolios'
- 19/09** Ronde Tafel 'Green, Blue & Orange Bonds'
- 22/09** Seminar 'Capital Introduction Private Markets'
- 26/09** Ronde Tafel 'Private Credit'



14 Laat geld een force for good zijn



36 Ronde Tafel 'Emerging Market Equity'



Niet-duurzaam zijn is te goedkoop 48

OCORIAN:

# Technology is transforming private credit direct lending market

The adoption of digital platforms and technology is transforming the private credit market in Europe, with credit risk assessment and underwriting benefiting the most, new Nordic Trustee research with executives in the sector shows.

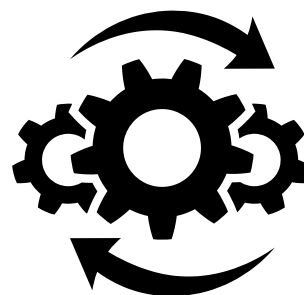
More than four out of five (83%) questioned say technology has transformed the sector, with 21% saying it has significantly transformed direct lending, the study by Nordic Trustee, part of global capital markets services provider Ocorian, found. Nearly three out of four (72%) of private credit executives questioned across the UK & Ireland, Germany, Switzerland, Benelux, the Nordics and Eastern Europe say credit risk assessment and underwriting has benefited the most, while 50% point to improvements in deal sourcing and origination.

Around half (46%) say technology has transformed loan monitoring and servicing, with 43% highlighting the benefits of technology for due diligence and

compliance. Nearly a third (32%) say technology has had a transformative impact on client communications and reporting.

The study, with professionals working across private credit and debt fund management, private equity, corporates using private credit as a source of funding, and debt advisory firms, found almost all (94%) believe standards and infrastructure for data management and reporting are good or excellent. Almost all (99%) are, however, committed to increasing spending to improve data management processes using automation and machine learning this year compared with last. Nearly half (47%) will increase budgets by 25% or more.

One in three (31%) say they are very likely to adopt new technological tools such as AI, blockchain and machine learning to further improve efficiency and transparency in direct lending over the next two to three years. The other 69% questioned say they are likely to do so over the same period.



## Delen Private Bank neemt Servatus Vermogensmanagement over

De van oorsprong Belgische bank Delen Private Bank heeft een akkoord bereikt met de aandeelhouders van Servatus over de overname van 100% van de aandelen van de Bossche vermogensbeheerder, opgericht in 2010, met een vermogen onder beheer van meer dan 700 miljoen euro. Door de overname groeit het door Delen in Nederland beheerd vermogen naar ruim 4 miljard euro.

Delen 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, in 2024 die van Puur Beleggen en Box Consultants. In februari van dit jaar maakte Delen de voorgenomen overname van Petram & Co. bekend.

Het team van Servatus gaat onder de vlag van Delen opereren.

### DE TIPS VAN

## Irene Ruis-Sijstermans

### Wat is je (zakelijke) levensmotto en waarom?

'Hoe meer je weet, des te meer je weet wat je niet weet'. Ik leer altijd bij en dat is goed om scherp te blijven. Het beleggingsvak blijft echter omgeven door onzekerheid. Een overschatting van je eigen kennis is een valkuil bij het nemen van beslissingen. In het vermogensbeheer en daarbuiten zie ik helaas dat dit niet alleen mij parten speelt.

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

Ik lees altijd de columns van Mark Dowding (CIO van Bluebay) en van Han de Jong (Crystal Clear Economics). Eerstgenoemde maakt een ronde door de wereld en de tweede snijdt treffend pensioenonderwerpen aan. Beiden gebruiken daarbij een vleugje humor en cynisme. Nu (geo)politiek een cruciale rol speelt voor financiële markten, kijk ik daarnaast met nog meer interesse naar Buitenhof.



Irene Ruis-Sijstermans is Senior Investment Manager bij PNO Media. Zij is verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van externe beheerders in aandelen en obligaties en strategisch advies voor deze categorieën. Hiervoor heeft Ruis-Sijstermans beleggingsfuncties vervuld bij Pensioenfonds Medewerkers, Apotheken en Rail & OV. Ruis-Sijstermans is econoom en gecertificeerd beleggingsanalist.

## Nh1816 Verzekeringen selecteert Van Lanschot Kempen Investment Management als fiduciair adviseur

Nh1816 Verzekeringen heeft met Van Lanschot Kempen Investment Management overeenstemming bereikt over uitbreiding van hun bestaande relatie. De dienstverlening van Van Lanschot Kempen Investment Management aan Nh1816 Verzekeringen wordt uitgebreid met onder andere strategische fiduciaire advisering en beleidsondersteuning over het vermogen, advisering en orderuitvoering voor de aandelen- en obligatieportefeuille, en rapportages.

### INVESCO:

## Geld boven markt zal weg vinden buiten de VS

Volgens Invesco maken Amerikaanse beleggers, bedrijven en huishoudens zich zorgen over de gevolgen van het beleid, wat blijkt uit het aanzienlijk gedaalde beleggers-, bedrijfs- en consumentensentiment. Hoe langer de beleidsonzekerheid echter aanhoudt, des te groter de potentiële klap voor de economische activiteit. Volgens Invesco is de Amerikaanse aandelenmarkt hersteld uit een korte oversold situatie. Het bedrijf verwacht daarom niet dat de markt de komende weken en maanden duurzaam en soepel zal stijgen. De markten blijven kwetsbaar voor negatieve macrocijfers en beleidsaankondigingen.

### GIBF & ORTEC FINANCE:

## Wereldwijde financieringsbehoefte in infra van \$ 15 biljoen biedt kansen voor duurzame infrastructuur

Recent onderzoek van de Global Infrastructure Basel Foundation (GIBF) in samenwerking met Ortec Finance benadrukt het strategische belang en de potentiële voordelen van een hogere portefeuilleallocatie naar duurzame infrastructuur.

Wereldwijd bestaat er voor infrastructuur tot 2040 een investeringskloof van circa \$ 15 biljoen, ondanks het strategische belang van infrastructuur voor moderne economieën. Publieke financiering is ontoereikend om het gat op te vullen. Volgens GIBF en Ortec Finance beschikken institutionele beleggers als pensioenfondsen, verzekeraars en sovereign wealth funds over voldoende kapitaal om de kloof zelfstandig te overbruggen. Momenteel bedraagt de gemiddelde allocatie van institutionele beleggers aan infrastructuur echter slechts 5%.

Met de wereldwijde verschuiving naar een koolstofarme economie wordt duurzame infrastructuur een steeds relevantere beleggingscategorie binnen institutionele portefeuilles. Volgens het rapport biedt deze asset class niet alleen stabiele en inflatiebestendige rendementen, maar draagt zij ook bij aan klimaatdoelstellingen en risicobeperking.

Klimaatscenarioanalyses van Ortec Finance tonen aan dat een verhoging van de allocatie met slechts 5 procentpunt de jaarlijkse portefeuilleprestaties met gemiddeld 0,2 procentpunt kan verbeteren. Onder een net zero-transitiescenario met marktverstoring presteert duurzame infrastructuur zelfs meer dan 20% beter dan conventionele infrastructuur over een periode van 15 jaar.

Daarnaast neemt volgens het rapport de urgentie toe: natuurrampen veroorzaakten in 2024 wereldwijd \$ 368 miljard aan economische schade, waarvan slechts 40% verzekerd was. Beleggingen in infrastructuur die onvoldoende klimaatbestendig zijn, lopen daardoor



verhoogde verzekeringskosten en waardeverlies op. Door integratie van veerkrachtmaatregelen stijgen de verzekerbaarheid en de waarde van fysieke assets.

Een belangrijke voorwaarde voor opschaling is volgens het rapport echter het effectief inschatten van klimaatrisico's en de baten van veerkrachtige infrastructuur. De verzekerings- en risicomanagementsectoren spelen hierin een cruciale rol, onder andere door geavanceerde klimaatrisicomodellen en innovatieve oplossingen zoals resilience-linked insurance. Ook zou standaardisatie essentieel zijn om kapitaal op schaal te mobiliseren. Labels zoals het FAST-Infra Label zorgen voor transparantie, verlagen due diligence-kosten en vergroten het vertrouwen in duurzame infrastructuur als volwaardige asset class, zo blijkt uit het rapport.

# De waarheid bestaat wel

Ophouden met onzin verkopen. Dat is de belangrijkste opdracht als we een milieuramp willen voorkomen, stelt Hoogleraar Mike Berners-Lee. Fondsbeheerders spelen daarbij wat hem betreft een cruciale rol. ‘Het zou hen helpen als ze de fiduciaire taak krijgen om rekening te houden met onze planeet en met toekomstige generaties.’

*Door Joost van Mierlo*

Als Hoogleraar aan Lancaster University timmert Mike Berners-Lee al jaren aan de weg op het gebied van klimaatverandering. Berners-Lee, broer van Tim Berners-Lee – de uitvinder van het World Wide Web – denkt dat de technologische kennis aanwezig is om het tij rond klimaatverandering te keren. Maar dat is niet voldoende. ‘De meeste technologische vernieuwingen zorgen alleen maar voor verdere aantasting van onze planeet.’

Voor klimaatverandering bestaat al ruim vijftig jaar veel aandacht. Sinds de eerste Conference of the Parties (COP) in 1995 hebben er 29 van dat soort internationale bijeenkomsten plaatsgevonden. Berners-Lee: ‘Het kan aan mij liggen, maar ik zie het resultaat niet. De uitstoot van broeikasgassen stijgt nog altijd.’

In zijn meest recente boek ‘A Climate of Truth’ gaat het hem vooral om de vraag wat er gedaan kan worden om het tij te keren. Daarbij is het cruciaal om het probleem in ieder geval niet te ontkennen. Het verdraaien van de waarheid is in zijn ogen de meest zorgelijke ontwikkeling van de afgelopen jaren.

Het erkennen van het probleem is echter slechts een noodzakelijke eerste stap. Radicale actie is noodzakelijk. ‘Als we geen actie ondernemen, stevenen we af op een totale ineenstorting van onze planeet. Niemand kan precies zeggen hoelang dit nog duurt, maar als er niets verandert, schat ik dat het nog maximaal twintig jaar duurt voordat er onherstelbare catastrofes plaatsvinden.’

**Begin jaren zeventig voorspelde de Club van Rome in hun ‘Grenzen aan de Groei’ dat als de groei niet werd beteugeld, er binnen twintig jaar een**

**milieuramp zou ontstaan. We zijn nu ruim een halve eeuw verder. In de tussentijd zijn we voortdurend met rampscenario’s geconfronteerd. U voorspelt nu een catastrofe over opnieuw twintig jaar. Licht het ware onheil altijd twintig jaar in de toekomst?**

‘Het is een aardige observatie, maar ook niet meer dan dat. Het is duidelijk dat we met een ongecontroleerde expansie van tal van zaken te maken hebben. Of het nu gaat om het gebruik van energie, van water, van bestrijdingsmiddelen: als je het op een historische as afzet, is er sinds de jaren vijftig van de vorige eeuw sprake van bijna verticale groei. Er zijn maar twee oplossingen: voortdurende innovatie, of een drastische vermindering van het gebruik, waarbij die van fossiele grondstoffen, met het oog op klimaatverandering het meest cruciaal is.’

**Maar dit wordt al decennia geroepen. Waarom is het nu urgenter?**

‘Het systeem kraakt aan alle kanten. We hebben bijna voortdurend te maken met extreme weersomstandigheden. In de wereldeconomie is sprake van toenemende onzekerheid en hetzelfde geldt voor de politieke wereldorde.’

De toenemende onzekerheid is evident, net als het feit dat niemand precies weet hoe de catastrofe zich zal ontwikkelen. We weten niet hoe de problemen er van minuut tot minuut of van klap op klap uit zullen zien, maar als er geen wezenlijke verandering plaatsvindt, weten we dat we afste-

venen op een ramp. Niet alleen qua klimaat, maar ook op het gebied van vruchtbaarheid en het ontstaan van nieuwe vormen van kanker. In mijn boek spreek ik van een polycrisis, omdat het niet alleen om het milieu gaat.’

**‘Dat waarheid als een subjectief begrip wordt gezien, vind ik zorgelijk. Sommige dingen zijn onbetwistbaar.’**

CV

## Mike Berners-Lee



Mike Berners-Lee (1964) is Hoogleraar Milieuwetenschappen aan Lancaster University. Hij is daarnaast eigenaar van Small World Consulting, een consultancy-bureau dat praktische oplossingen rond het verminderen van uitstoot aanbiedt aan bedrijven en overheden. Hij heeft tal van boeken geschreven over de milieuproblematiek. De meest succesvolle waren 'How Bad are Bananas' (2010) over de milieu-impact van tal van producten en 'There is no Planet B' (2019). In maart 2025 verscheen zijn meest recente boek 'A Climate of Truth'.

**Als u het heeft over onzekerheid in de wereld-economie en de politieke wereldorde zullen veel mensen een vinger wijzen naar de Amerikaanse president Trump. Hoe regeert u daarop?**

'Dat is te kortzichtig. Ik kan me voorstellen dat het tumult rond importtarieven, om maar een voorbeeld te geven, niet helpt. Het grootste probleem met Trump is echter dat hij een loopje neemt met de waarheid. En dat geldt natuurlijk niet alleen voor Trump, maar hij is wel een van de belangrijkste exponenten van iets wat Post Truth is gaan heten. Het bewust manipuleren van de waarheid is een van de grootste politieke problemen van deze tijd. Dat waarheid als een subjectief begrip wordt gezien, vind ik zorgelijk. Iedereen heeft natuurlijk recht op zijn of haar eigen mening, maar sommige dingen zijn onbetwistbaar. Als we samen op een hoog gebouw staan en jij zegt dat je kunt vliegen, terwijl ik zeg dat dit niet mogelijk is, heb je een groot probleem als je je gelijk wilt bewijzen.'

**Wat zijn de waarheden waaraan niet kan worden getwijfeld?**

'De simpelste en meest wezenlijke waarheid rond de milieuproblematiek is dat de uitstoot van broeikasgassen tot temperatuurverhoging leidt. Hoe gedetailleerder we de gevolgen hiervan proberen te voorspellen, hoe meer onzekerheid er bestaat, maar over de fundamentele vraag of de uitstoot van broeikasgassen tot klimaatverandering leidt, bestaat bij wetenschappers geen twijfel.

Wat wij van politici moeten eisen, is dat ze een zo goed mogelijk concept van de waarheid verkondigen. Dat is waar ik naar verwijs met 'A Climate of Truth', de titel van mijn boek. Iedereen speelt daar een rol bij, niet in het minst de media. Maar feitelijk is het aan iedere

kiezer om politici wat dit betreft aan de tand te voelen.'

**U zegt dit op een moment in de geschiedenis dat het vertrouwen in politici lager is dan ooit. Is het niet zo dat, zoals Winston Churchill zei, democratie met de juiste oplossing komt als alle verkeerde oplossingen zijn uitgetoetst?**

'We zitten in een andere situatie dan in het verleden. De meeste problemen in het verleden konden worden verholpen met geleidelijke, evolutionaire oplossingen. Dat is niet langer het geval. We hebben de beschikking over tal van technologische ontwikkelingen en innovaties waarmee we de huidige problemen kunnen aanpakken. Waar het om gaat, is dat we de wijsheid ontwikkelen om deze technologische middelen op een manier te gebruiken die ook daadwerkelijk tot oplossingen leidt.'

**Vraagt u hier niet om een nieuw soort mens?**

'Nee, ik geloof niet in de visie op de mens als een kortzichtig, op eigen gewin gericht wezen. Dat ik wat dat betreft niet de enige ben, blijkt bijvoorbeeld uit het boek 'Humankind' ('De Meeste Mensen Deugen') van je landgenoot Rutger Bregman. Maar belangrijker is dat veel neurochirurgen een vergelijkbare boodschap hebben. Specialisten op het gebied van genen maken duidelijk dat er geen ander dier is waarbij samenwerking zo cruciaal is. En historisch gezien zijn er natuurlijk ook tal van voorbeelden van gemeenschappen die onder de moeilijkste omstandigheden beslissingen hebben genomen waardoor deze gemeenschappen op konden bloeien.'

**'We moeten veel beter worden in het negeren van technologische ontwikkelingen die schadelijk voor ons zijn.'**

**Wat betekent dit voor vermogens-beheerders?**

'Ik denk dat deze boodschap cruciaal is voor vermogens-beheerders en voor de financiële sector als geheel. We praten hier immers >

‘Heel veel van de  
mogelijk aantrekkelijke  
toepassingen van  
technologische innovaties  
worden verborgen  
gehouden doordat er  
nog zoveel mensen zijn  
die het probleem van  
de klimaatverandering  
ontkennen.’

over een sector die voor een belangrijk deel op de toekomst is gericht. Dat geldt in ieder geval voor verzekeraars en pensioenfondsen. Ik las

van de week een verhaal over verzekeraars die zich, vanwege klimaatverandering, zorgen maken over de ‘verzekeraarheid’ van vastgoed. Dat zijn natuurlijk hele wezenlijke signalen.

Als het gaat om rendement op de lange termijn, moeten vermogensbeheerders ervan uitgaan dat de juiste politieke beslissingen worden genomen om de dreigende catastrofe te voorkomen. Heel veel van de mogelijke aantrekkelijke toepassingen van technologische innovaties worden verborgen gehouden doordat er nog zoveel mensen zijn die het probleem van de klimaatverandering ontkennen.’

#### Kunt u voorbeelden geven?

‘Daarbij gaat het in de eerste plaats om de verbetering van ons energiesysteem. De opslag en transport van duurzame energie zal de komende jaren snel verbeteren. Hetzelfde geldt voor de manier waarop wordt omgegaan met de energiemogelijkheden rond waterstof. Het gaat om het transport daarvan, via schepen of treinen, of de opslag ervan boven en onder de grond.

Een heel ander voorbeeld is de luchtvaart. De ontwikkeling van een nieuw type vliegtuig is waarschijnlijk te ver weg, maar op dit moment wordt binnen de luchtvaartsector gewerkt aan het vinden van een oplossing om zogenoemde contrails te vermijden, om ervoor te zorgen dat de uitstoot van lange vluchten met driekwart kan worden verminderd. De maatschappijen die daarin het voortouw nemen, zullen aantrekkelijker worden.

Er zijn enorme transities op komst rond het gebruik van plastic, bijvoorbeeld als het gaat om verpakkingen. In de

voedselsector zullen veranderingen plaatsvinden. Niet alleen in de richting van meer duurzame landbouw, maar ook in de richting van

machines en robots die bepaalde activiteiten binnen de landbouwsector uitvoeren.’

#### Wat is de rol van kunstmatige intelligentie?

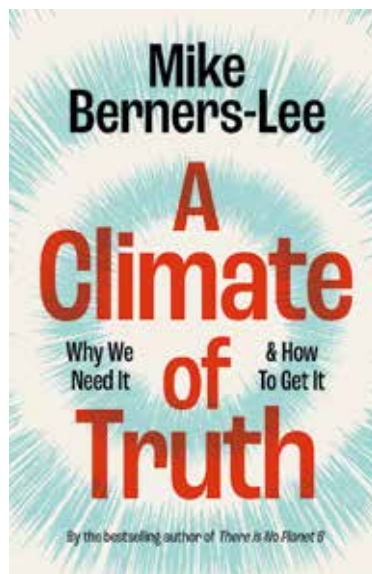
‘We praten over technologie alsof we het kunnen beheersen. Maar dat is historisch gezien meestal niet het geval. Dat is helemaal een zorg als het gaat om ontwikkelingen rond kunstmatige intelligentie. Als het op de juiste manier wordt gebruikt, zijn er fantastische mogelijkheden om ons tegen bepaalde ziektes te beschermen of voor noodzakelijke hervormingen rond landbouw.

Het meest cruciale is echter dat we veel beter moeten worden in het negeren van technologische ontwikkelingen die schadelijk voor ons zijn. Dat geldt speciaal voor kunstmatige intelligentie.’

#### Hoe kun je vermogensbeheerders stimuleren gebruik te maken van de meest veelbelovende beleggingsmogelijkheden?

‘Wat ik van vermogensbeheerders hoor, is dat ze een brief of een opdracht zouden willen ontvangen van de eigenaren van hun pensioenfondsen of beleggingsfondsen waarin staat dat ze de fiduciaire taak hebben om, als het gaat om hun beleggingsbeslissingen, rekening te houden met de toekomst van onze planeet en met toekomstige generaties.

Als vermogensbeheerders nalatigheid kan worden verweten zodra ze in hun beleggingsgedrag geen rekening houden met het welzijn van onze planeet, of dat van volgende generaties, zullen ze gedwongen worden te investeren in bedrijven die een cruciale rol kunnen spelen bij het oplossen van de huidige problemen rond klimaatverandering.’ ■



# Integriteit bij afbouw rentehedge voor Wtp

Column van CFA Society Netherlands

**De grootschalige afbouw van de rentehedge door pensioenfondsen bij de transitie naar de Wtp biedt risico's én kansen. Hoe handel je integer wanneer belangen botsen, informatie asymmetrisch is en de markt krap?**

Bij de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel zullen veel pensioenfondsen hun rentehedge afbouwen door de verkoop van staatsobligaties en swaps. Sprenkels heeft geïnventariseerd dat de verkoopdruk vele malen groter is dan de markt op enig moment aankan. Daarnaast spreekt PensioenPro over het risico op frontrunning door speculanten die misbruik maken van voorspelbare transacties door pensioenfondsen. In deze gespannen context staan beleggingsprofessionals voor een ethische uitdaging.

## Traders

Stel: jij bent trader en je hebt een grote en een kleine pensioenfondsklant. Beide willen tegelijkertijd van hun swaps en staatsobligaties af, maar de markt kan alle transacties niet tegelijkertijd aan. Geef je dan de grote of juist de kleine klant voorrang? Standaard III(B) over Fair Dealing schrijft voor dat je niet één van de twee klanten mag voortrekken. Dat kun je waarborgen door het opstellen en volgen van procedures die duidelijk maken hoe je transacties eerlijk en objectief afhandelt. Deel deze procedures van tevoren met je klanten en rapporteer achteraf over de transacties. Gericht toezicht door de Compliance Officer kan extra vertrouwen geven.

## Adviseurs

Stel: je behartigt als adviseur uitsluitend het belang van de kleine klant, maar je kent wel de interne en gedetailleerde verkoopplanning van de grote klant, die mogelijk de markt beweegt. Mag je jouw advies over de transacties van de kleine klant mede baseren op wat je van de grote klant weet? Standaard II(A) Material Nonpublic Information verbiedt handel met voorkennis. Informatie

is voorkennis als het zowel niet-openbaar als materieel is. In dit voorbeeld is interne informatie zowel niet-openbaar als materieel, want het komt van een betrouwbare bron en kan de markt bewegen. Dus nee, je mag de kennis over de grote klant niet betrekken bij je advies aan de kleine klant, want daarmee zet je aan tot handel op basis van voorkennis. Voorkom dat je überhaupt in aanraking komt met voorkennis, dan kun je je rol als adviseur zuiver en integer vervullen. Procedures zoals een Chinese Wall kunnen hierbij helpen. Deel de procedures met de klanten en laat de Compliance Officer specifiek toezicht houden.

## Speculanten

Wat als je hedgefundmanager bent en je wilt op basis van de verkoopplanning van pensioenfondsen positie innemen om hiervan te kunnen profiteren? Mag dat? Ook hier is standaard II(A) Material Nonpublic Information relevant. Sommige pensioenfondsen maken openbaar wanneer zij willen invaren en in de sector en pers circuleren schema's met invaarplanningen van pensioenfondsen. Dat mag dus als openbaar worden beschouwd. De invaarschema's zijn echter niet heel materieel, want pensioenfondsen stellen nogal eens uit. Bovendien is het een planning van invaren; niet per se een gedetailleerde planning van transacties. Je mag dus handelen op basis van deze informatie. Het is de eigen verantwoordelijkheid van pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders zich hiertegen te weren door op een verstandige manier te handelen, zoals spreiden in de tijd. Een pensioenfonds kan de verantwoordelijkheid voor verlies aan waarde niet afschuiven op 'onethische' speculanten. Het zijn juist zij die de markt efficiënt houden en daar profiteren we uiteindelijk allemaal van.

De afbouw van de rentehedge tijdens de Wtp-transitie is een stresstest – niet alleen voor markten, maar ook voor de integriteit van beleggingsprofessionals. Wie vertrouwt op heldere processen, transparante communicatie en de ethische standaarden van CFA Institute en hiernaar handelt, staat sterker in deze complexe fase. ■



Door **Rik Albrecht**, CFA, bestuurder en voorzitter beleggingscommissie bij diverse pensioenfondsen, lid van de Ethics Committee en de Advocacy Committee van CFA Society Netherlands



# Waar het uiteindelijk om draait, is iets betekenen voor een ander

Wat blijft er over als je alles terugbrengt tot de essentie? Voor Ingrid Reichmann, mede-eigenaar van executive search bureau Partners at Work, draait het dan om mensen, verbinding en betekenisvol werk. In haar vakgebied betekent dat: luisteren, begrijpen, en anderen helpen hun plek te vinden. Ook in de laatste ingrijpende levensfase bleef ze daaraan trouw. Ingrid overleed kort na dit interview maar wilde graag dat Financial Investigator het interview zou publiceren.

Door Baart Koster

Op een zonnige zaterdagochtend werd Ingrids grote eettafel met uitzicht op haar stadstuin het toneel van een openhartig gesprek met Josephine van der Vossen, Maureen Schlejen en Jolanda de Groot. Op de ontbijttafel verse croissants, thee en sap. In die huiselijke setting vertelt Ingrid openhartig over haar leven, haar werk en wat haar drijft. Het vertrouwen en de openheid in het gesprek typeren de ontmoeting tussen de vrouwen die elkaar niet alleen professioneel, maar ook persoonlijk waarderen.

Ingrids carrière begon al op jonge leeftijd, in een wereld waarin ze zich telkens opnieuw moest bewijzen. Niet als vanzelfsprekend onderdeel van de gevestigde orde, maar als iemand die haar plek veroverde door te doen, te leren en vol te houden. Juist de beginjaren in de grondstoffenhandel legden de basis voor haar latere overtuiging: dat mensen pas echt tot hun recht komen als ze gezien worden voor wie ze zijn, en niet alleen voor wat ze op papier te bieden hebben.

## Op zoek naar de menselijke kant

Die overtuiging – dat mensen meer zijn dan hun CV – krijgt al vroeg gestalte in haar loopbaan. Na een opleiding bij Schoevers start ze als secretaresse, maar via haar netwerk komt ze terecht in de wereld van commodity trading. Daar ontwikkelt ze zich als enige vrouw tussen de mannen tot een succesvolle handelaar. ‘Ik leerde er hoe de zakenwereld werkt,’ vertelt ze. ‘Elke dag moest ik posities openen én sluiten. Eén keer sloot ik mijn positie niet en kreeg ik gigantisch op mijn kop. Maar dat leerde me wel om scherp te blijven op mijn verantwoordelijkheid.’ Haar loopbaan krijgt

een vervolg op de dealingroom van ING, waar ze wederom in een mannenwereld terechtkomt. ‘Het was hard werken en veel lachen, maar vooral ook transactioneel. En uiteindelijk vond ik dat niet bevredigend. Ik miste de menselijke kant.’

Die ervaring zou de opmaat vormen naar haar stap richting het ondernemerschap. Samen met compagnon Josephine van der Vossen start ze executive search bureau Partners at Work, dat nu, twintig jaar later, toonaangevend is in de sector en bekendstaat om zijn persoonlijke aanpak en inhoudelijke expertise. In februari 2021 kwam Nicolette van Helsdingen er als partner en mede-eigenaar bij.

‘Executive search is voor mij geen transactie, het is een mensenvak. Als je het goed doet, kun je echt iets betekenen voor iemand, en voor een organisatie.’ Ingrid benadrukt het belang van luisteren, aanvoelen en vertrouwen in het werk dat ze vanaf de oprichting van Partners at Work met drive en toewijding doet. ‘Het gaat om veel meer dan een cv. Je moet doorgronden waar iemand echt tot zijn recht komt en of iemand past bij de cultuur van een organisatie. En dat geldt andersom natuurlijk net zo goed. Een klik is niet per se of je iemand aardig vindt; het is of je jezelf met die persoon op een podium ziet staan.’

## Brede blik op diversiteit

Een terugkerend thema in haar werk is diversiteit. Ingrid maakt zich er al jaren sterk voor en ziet in de financiële sector duidelijke vooruitgang, al is er tegelijkertijd nog een lange weg te gaan. ‘Twintig jaar geleden stelde niemand er >

## ‘Soms hoor ik jaren later dat iemand een bepaalde stap in zijn loopbaan of leven heeft gezet na een gesprek met mij. Dat ontroert me.’

vragen over. Toen kwamen de eerste verzoeken, vaak puur om een vinkje te zetten. Inmiddels zie je organisaties die het echt menen. Maar er zijn ook plekken waar ik de opdracht niet aanneem, als ik voel dat het alleen om de buitenkant gaat.’

Ze zag diversiteit ook door externe factoren, zoals de corona-uitbraak, in het gedrang komen. ‘Toen ging alles bovendien ineens over gezondheid en economische impact, en verdween diversiteit van de ene op de andere dag van alle agenda’s. Dan heb je sterke leiders nodig die terugduwen.’ Ingrid pleit voor een brede blik op diversiteit: niet alleen wat betreft man/vrouw, maar ook qua achtergrond, leeftijd, ervaring. ‘En dat geldt ook voor onszelf. Wij zijn met vier vrouwen in het team. Dan moeten we ook kritisch naar onze eigen blinde vlekken kijken.’

Die bewustwording speelt ook in de praktijk een belangrijke rol. Ingrid ziet soms dat organisaties nadrukkelijk om een vrouwelijke kandidaat vragen, maar haar in de praktijk weinig ruimte geven voor een eigen inbreng. ‘Leuk als je een capabele medewerkster aanneemt en haar aan alle tafels uitnodigt, maar als ze vervolgens niet echt gehoord wordt, dan wringt dat natuurlijk. Het gaat er uiteraard niet alleen om wie je aanneemt, maar ook of je de organisatie meeneemt in wat dat betekent.’ Zulke ervaringen onderstrepen voor haar dat diversiteit geen eindstation is, maar een beginpunt. ‘De echte stap zit niet in de match op papier, maar in wat je met elkaar bereid bent te veranderen om die match te laten slagen.’

De gesprekken die ze voert met klanten gaan zelden alleen over wie er nú geschikt is voor een functie. Minstens zo belangrijk is de vraag hoe iemand ook op de lange termijn binnen een organisatie past die voortdurend in beweging is. ‘Verandering is de enige constante geworden. Juist daarom is het belangrijk om niet alleen naar ervaring te kijken, maar ook naar leervermogen, nieuwsgierigheid, en de bereidheid om te groeien.’

### Werkelijk contact

Een MBA-opleiding hielp Ingrid om woorden te geven aan haar drijfveren. ‘Leading with purpose’, zo

vat ze het zelf samen. ‘Ik had nooit een universitaire opleiding gedaan, en dat stak. Maar in die MBA-opleiding werd levenservaring juist gewaardeerd. Ik zat in een groep met jonge mensen en leerde van hun frisse blik, terwijl zij weer iets hadden aan mijn praktijkkennis.’ Het was een ervaring die haar bevestigde in haar overtuiging dat kennis en wijsheid vele vormen kunnen aannemen en dat diversiteit in perspectieven verrijkend is, ook in leiderschap. ‘Ik zag hoe er in de wereld van headhunting werd gewerkt met candidate lists, die er soms vooral mooi uitzagen op papier. Maar ik miste de diepgang. Ik wilde het op mijn manier doen, vanuit écht contact.’ Die wens tot connectie legde 20 jaar geleden al de basis voor Partners at Work, waar authenticiteit en verbinding centraal staan.

Digitalisering en de opkomst van AI hebben de wereld van executive search ondertussen sterk veranderd. ‘Iedereen kan tegenwoordig kandidaten zoeken via LinkedIn. Maar de echte waarde zit in het begrijpen van iemands drijfveren, in het bouwen aan vertrouwen. Juist omdat de techniek zoveel kan, is de menselijke factor belangrijker geworden.’ Die technologische verschuiving vertaalt zich ook in de aard van de opdrachten. Zo noemt Ingrid het voorbeeld van een pensioenfonds dat niet langer zoekt naar een Directeur Pensioenen, maar naar een ‘Directeur Klantreis’. ‘Dat zegt iets over de verschuiving. Deelnemers moeten worden meegenomen, geïnformeerd, begrepen. Dat vraagt om andere profielen, andere competenties. Meer communicatie, meer empathie.’ Tegelijk pleit ze

ervoor meer ruimte te maken voor kandidaten van buiten de sector. ‘Echte vernieuwing komt vaak van buiten. Maar dat vraagt iets van toezichthouders, want iemand moet officieel wel ‘geschikt’ zijn. Daar zit nog een spanning. Wij proberen klanten te stimuleren om toch die buitenstaander mee te nemen in het proces. Want daar zit vaak de vernieuwing.’

## ‘Het gaat om veel meer dan een cv. Je moet doorgronden waar iemand echt tot zijn recht komt en of iemand past bij de cultuur van een organisatie.’

CV

## Ingrid Reichmann

Ingrid Reichmann is haar carrière begonnen als Commodity Trader. Vervolgens heeft ze op de dealingroom en binnen het Effectenbedrijf van ING in diverse managementposities gewerkt. Sinds 2005 is Reichmann mede-eigenaar van Partners at Work Executive Search. Ze heeft een achtergrond in Economie (B.ec) en heeft in 2023 een Executive MBA aan de VU afgerond. Ze is 16PF-, HOGAN- en TMA-gecertificeerd. Daarnaast is Reichmann voorzitter van het Jeugdfonds Sport & Cultuur en is ze lid van een adviesraad van het Van Gogh Museum.

**Authenticiteit inspireert**

Wat goed leiderschap vandaag de dag betekent? Ingrid is resoluut: 'Veerkracht. Wendbaarheid. Het vermogen om de tijdgeest aan te voelen en daarbinnen koers te houden. En vooral: authenticiteit. Je moet als leider jezelf mogen zijn en daar ook de ruimte voor krijgen binnen een organisatie. Anders lukt het niet. Het zijn vooral de authentieke leiders die echte keuzes durven te maken, die me inspireren.'

Wat haar hoop geeft, zijn de berichten van mensen voor wie ze daadwerkelijk iets heeft betekend. 'Soms hoor ik jaren later dat iemand een bepaalde stap in zijn loopbaan of leven heeft gezet na een gesprek met mij. Dat ontroert me. Want dat is waar het uiteindelijk om draait: iets betekenen voor een ander.' Een van die trajecten leidde tot het sluiten van een deal in de ballenbak van Ikea. 'Ik had daar een afspraak met een kandidaat die ik aanraadde uit haar comfortzone te stappen. Die kandidaat werd uiteindelijk CEO van een grote financiële instelling. Ik ben trots op wat zij zelf heeft bereikt. Maar ik vind het ook mooi dat ik daar een klein steentje aan mocht bijdragen.' Ingrid ziet ook een andere generatie opstaan. 'Veel jonge professionals zijn heel reflectief, ze stellen vragen over betekenis, over balans. Maar ze voelen ook druk: om te presteren, om zichtbaar te zijn. Ik probeer ze te laten zien dat het oké is om je eigen tempo te volgen.' Leaders zouden volgens haar meer oog moeten hebben voor de mens achter de functie. 'Juist in de financiële sector, waar cijfers domineren, is dat essentieel. Mensen willen gezien worden. Niet alleen vanwege hun prestaties, maar ook als persoon.'

Wat haar als leider heeft gevormd, zijn niet alleen opleidingen of functies, maar vooral ook de lessen uit het

leven zelf. 'Ik heb geleerd om te vertrouwen op mijn intuïtie. En dat is vaak lastig uit te leggen in een rationele omgeving. Maar het werkt. Ik heb geleerd dat als iets wringt, dat vaak niet voor niets zo is.'

**In het nu**

Ingrids levenshouding is mede gevormd door ingrijpende ervaringen. Ze verloor haar man en kreeg later te horen dat zijzelf ernstig ziek is. Toch blijft ze werken, in een vorm die bij haar past. 'Ik wil geen patiënt zijn, ik wil mens zijn. Werken geeft me energie. En ik kan nog steeds het verschil maken, door gewoon mezelf te zijn.' Haar ziekte heeft haar ook meer rust gebracht. 'Vroeger wilde ik alles controleren. Nu kan ik meer laten ontstaan. Ik hoef niet meer overal iets van te vinden. Dat geeft ruimte.' Ze is dankbaar voor de mensen om haar heen. 'Ik ben omringd door mensen die me steunen, die me ruimte geven en die me scherp houden. Dat is ongelooflijk waardevol.' Tegelijkertijd is ze ook realist. 'Ik weet niet hoe lang ik nog heb. Maar ik weet wel dat ik nu leef. En dat ik, zolang het kan, wil blijven bijdragen – aan gesprekken, aan ontwikkeling, aan verbinding.'

Ze zegt nu meer dan ooit bewust te leven. 'Ik neem de tijd om naar mezelf te luisteren, om schoonheid te zien; in mensen, in gesprekken, in kleine dingen. Ik voel me nu, ondanks alles, in balans. En dat gun ik iedereen.' En dan, met een glimlach: 'Ik word omringd door liefde van mijn partner en kinderen, die 100% achter me staan en in me geloven. En dan mijn vrienden, collega's en de onverwachte helpers die me allemaal steunen. Mede door hen zit ik hier nog altijd, en dat is op zich al een klein wonder. Laatst zei mijn arts aan de VU nog tegen me: jij blijft me verbazen!' ■

**'Ik wil geen patiënt zijn, ik wil mens zijn. Werken geeft me energie. En ik kan nog steeds het verschil maken, door gewoon mezelf te zijn.'**

# Laat geld een force for good zijn

De wereld wat beter achterlaten. De stromen de goede kant op krijgen. Langetermijnwaardecreatie. Joanne Kellermann, Bestuursvoorzitter van PFZW, vindt het een voorrecht om te werken in de pensioensector. Financial Investigator sprak met haar.

Door Lies van Rijssen

‘Toen ik begin jaren tachtig als advocaat ging werken, was mijn patroon zowel advocaat van ABN AMRO, toen nog ABN, als van de Vereniging voor de Effectenhandel, die destijds de Amsterdamse effectenbeurs beheerde. Het waren iconische instituten. De financiële sector intrigeerde me. Ik ben er nooit meer weggegaan.

Eind jaren tachtig, begin jaren negentig trad de financiële wereld, die tot dan toe vooral dienend en ondersteunend was geweest, steeds meer op de voorgrond, om vervolgens een leidende rol op het wereldtoneel te nemen. Aanvankelijk althans. Het grote breekpunt werd de financiële crisis in 2008. In de periode daarna veranderde de gerichtheid van de sector. Lag de focus eerst volledig op *financial risk and return*, na 2008 kwam die ook op *social risk and return* te liggen. Die omslag heeft mij enorm geïnspireerd in mijn werk. Ik ben er graag mee aan de slag gegaan.

Als pensioenfonds hebben we duurzaamheid uiteraard in ons beleggingsbeleid geïncorporeerd en zijn we gaan denken in termen van langetermijnwaardecreatie. Dit past goed bij de pensioensector, waar het in feite altijd al ging over de lange termijn en hoe we waarde kunnen toevoegen. Die dubbele werking van het waarborgen van de pensioenen spreekt me aan en maakt dat ik het een groot voorrecht vind om hier te mogen werken. Enerzijds is het onze taak goede pensioenen te organiseren, in mijn geval voor mensen uit de sector zorg en welzijn. We nemen hen een zorg uit handen, zodat zij hun pensioenperiode

met een gerust hart tegemoet kunnen gaan. Anderzijds speelt de vraag hoe we de ingelegde premies van deze mensen via langetermijnbeleggingen voor hen aan het werk kunnen zetten. Dat willen we zodanig doen, dat we naast financiële waarde ook sociaal kapitaal toevoegen door via onze beleggingen bij te dragen aan zaken als de energietransitie en de klimaatdoelen van Parijs. Of, dichter bij huis, aan huisvesting, waar mensen uit de sector zorg en welzijn voorrang krijgen. Maar ook aan innovaties, die bevorderen dat mensen minder snel uitvallen. Zo is de pensioenpremie van onze deelnemers aan het werk om bij te dragen aan de sector zelf. Dit soort langetermijnwaardecreatie zie ik als de kern van het werk van pensioenfondsen.

Mijn tijd bij De Nederlandsche Bank is een zeer bepalende tijd geweest waarin ook de grote financiële crisis uitbrak. Die bracht, ook in de pensioensector, een enorme schokgolf teweeg. Dat heeft geleid tot veel extra regelgeving. In mijn werk nu is regelgeving nog altijd een belangrijk thema. Sterker nog, regelgeving is *here to stay*. Daar ben ik van overtuigd. We moeten ons als financiële instellingen niet aan regels willen houden voor de toezichthouder, maar voor onszelf. Regels zijn onmisbaar als we op een juiste en verantwoorde manier willen bereiken waar-

voor we op aarde zijn. Ik zie overigens dat men heel behoedzaam is geworden met het uitvaardigen van extra regelgeving bovenop de al bestaande regels en goed afweegt wanneer die echt nodig is. Dit is een goede ontwikkeling.

**‘We moeten ons als financiële instellingen niet aan regels willen houden voor de toezichthouder, maar voor onszelf.’**

CV

## Joanne Kellermann

Joanne Kellermann studeerde Civiel Recht en werkte van 1984 tot 2005 als Advocaat bij NautaDutilh waar zij in 1992 Partner werd. Kellermann werkte van 2005 tot in 2014 bij De Nederlandsche Bank, sinds 2007 als Uitvoerend Directeur. Nadien vervulde ze uiteenlopende bestuurlijke en toezichhoudende functies bij organisaties in binnen- en buitenland. Sinds 2019 is Kellermann als Bestuursvoorzitter het gezicht van Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW). Ook is zij Voorzitter van de Raad van Commissarissen bij de Nederlandse Waterschapsbank en voorzitter van ngo Aflatoun International.



Bij DNB voerden we na de crisis herhaaldelijk metingen uit naar het vertrouwen in de financiële sector. Dat had een enorme deuk opgelopen. Opmerkelijk genoeg herstelde het vertrouwen in banken en verzekeraars eerder dan dat in pensioenfondsen. Dat bleek veroorzaakt te worden doordat mensen geen idee hadden hoe pensioenfondsen nu eigenlijk werken. De beleggingen van pensioenfondsen waren voor het publiek bijvoorbeeld één grote black box. DNB heeft pensioenfondsen ingegeven dat zij, om vertrouwen terug te winnen, zichtbaar moesten maken dat hun beleggingen iets goeds deden voor hun deelnemers. Het is belangrijk voor pensioenfondsen om te laten zien dat zij echte langetermijndenkers zijn en met het ingelegde geld, behalve aan een goed financieel rendement, ook proberen bij te dragen aan een leefbare wereld. Dat denken is na de financiële crisis van de grond gekomen. Daar ben ik indertijd behoorlijk voor terechtgewezen. Men vond het ongepast dat DNB zich hiermee bemoeide. Inmiddels is het gemeengoed en ik ben ervan overtuigd dat mede daardoor pensioenfondsen weer naar hun deelnemers zijn toegegroeid, waardoor deze vertrouwens kloof gedicht is.

Terugkijkend is het uitbreken van de financiële crisis het meest bepalende én het meest uitdagende moment in mijn loopbaan geweest. In de directie van DNB zat ik toen als het ware op de eerste rij. Ook nu hebben we af en toe weer zeer turbulente tijden op de financiële markten, maar toen had niemand zoiets nog gezien. Het was beangstigend. Nadien is doorgedrongen dat de crisis niet veroorzaakt was doordat er financieel zo veel mis was. De

oorzaak lag in het gedrag van mensen en in culturen binnen organisaties. Grote spelers waren onverantwoord de risico's gaan nemen om, aangevuurd met incentives, steeds meer geld te kunnen verdienen. Dit heeft het inzicht gebracht dat het ertoe doet hoe we ons gedragen, hoe mensen in organisaties zich gedragen, welke cultuur daar heerst. Dat we ons in ons werk niet kunnen losmaken van wat we thuis aan onze kinderen leren over wat eerlijk, betrouwbaar en goed is. Die werelden zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Vóór die grote crisis was het idee blijkbaar dat er op Wall Street andere regels golden. Dat is dus niet waar. Die harde les hebben we met zijn allen geleerd.

Bij PFZW merken we dat onze deelnemers ver afstaan van de pensioentechniek, maar tegelijk de houding hebben dat ze daar ook geen kennis van hoeven te hebben. 'Dat regelen jullie voor ons,' is hun uitgangspunt. 'En dat doen jullie goed,' horen wij tot ons genoeg. Hoewel men er dus weinig van weet en er ook weinig van wil weten, is het vertrouwen groot. Desondanks vind ik het belangrijk om te blijven proberen het financieel bewustzijn van mensen te verhogen. Voor ons deelnemersbestand, dat voor meer dan 80% uit vrouwen bestaat, is dit extra relevant. Onze strategie om hun financieel bewustzijn te verhogen baseren we zoveel mogelijk op wetenschappelijk onderzoek. Daaruit blijkt dat we er niet

zijn met voorlichting en educatie. We moeten mensen ook kleine zetjes in de goede richting geven, op de juiste momenten. Als deelnemers op een bepaalde leeftijd komen, attenderen we hen er daarom op dat het belangrijk is om te >

**'Ik vind het belangrijk om te blijven proberen het financieel bewustzijn van mensen te verhogen.'**

## ‘De financiële crisis heeft het inzicht gebracht dat het ertoe doet hoe we ons gedragen, hoe mensen in organisaties zich gedragen, welke cultuur daar heerst.’

gaan nadenken over hun pensioen. We zetten dan zogenaamde micro-interventies in. Die hebben pas op dat moment echt effect. Om de aanstaande transitie naar de nieuwe pensioenregeling meer aandacht te geven zijn we, veelal via werkgevers, voor alle actieve deelnemers de campagne ‘Heb je even voor jou?’ gestart. Die titel verwijst ernaar dat mensen in de zorg vaak geneigd zijn anderen voorrang te geven. Ander voorbeeld: omdat we weten dat veel van onze deelnemers de Libelle lezen, heb ik laatst een interview aan dat magazine gegeven.

Het verhogen van financieel bewustzijn – ofwel financial empowerment – speelt ook een grote rol in mijn werk voor Aflatoun International. Deze zeer grote ngo met 350 partnerorganisaties streeft ernaar om kinderen van 4 tot 24 jaar wereldwijd financieel bewustzijn bij te brengen. De lesmethoden draaien niet alleen om rekensommetjes. Aflatoun wil kinderen ook de sociale skills meegeven om zich op hun toekomst te kunnen richten, hun leven in eigen hand te nemen en zich ervan bewust te worden dat geld veel goeds kan faciliteren. Je kunt er bijvoorbeeld een bedrijfje mee oprichten.

Geld tot een *force for good* maken, speelt ook een rol in mijn werk bij de Nederlandse Waterschapsbank, waar ik voorzitter van de Raad van Commissarissen mag zijn.

Geld als een drijvende kracht om dingen beter te maken, is in feite het onderliggende thema bij alles waar ik beroepsmatig mee bezig ben. Het gaat erom de stromen de goede kant op te krijgen, zodat mensen een wat prettiger leven kunnen hebben.

Bij PFZW agenderen we momenteel nadrukkelijk de pensioenkloof: het gegeven dat vrouwen in Nederland gemiddeld 40% minder pensioen krijgen dan mannen. We zoeken ook naar middelen om daar wat aan te doen.

Over het dichten van de pensioenkloof is lang te makkelijk gedacht. Vrouwen in de zorg werken merendeels parttime. Waarom kunnen ze niet wat meer gaan werken? Ik zie inmiddels dat daar systemische en institutio-

nele redenen voor zijn. Ik noem er een paar. Een op de vijf vrouwen in de zorg verleent meer dan acht uur per week mantelzorg. Daardoor blijft er minder tijd over voor betaald werk. Vrouwen ontvangen daarnaast vaak een lager salaris dan mannen voor hetzelfde werk. Pensioen is gerelateerd aan de arbeidsduur en het salaris. De pensioenopbouw van vrouwen is daardoor lager. We moeten dus naar andere oplossingen op zoek om de pensioenkloof overbrugd te krijgen.

Hoewel ik er nog niets over gezegd heb, staat de pensioen-transitie waar we middenin zitten op plaats één, twee en drie van mijn pensioenprioriteiten. Het beheerst sterk mijn denken. Ik kan uitkijken naar de tijd dat het weer vaker *business as usual* wordt. Dit proces is uitdagend en kost veel tijd en energie. Tegelijkertijd is dat normaal. Ik denk dat we goede stappen maken om de beoogde overgangsdatum van 1 januari 2026 te halen.

Ik vind dat ik als mens de plicht heb om waar ik dat kan de wereld een beetje beter achter te laten dan ik hem heb aangetroffen. Ik heb geprobeerd de talenten die ik heb meegekregen en de tools die ik tot mijn beschikking heb, daarvoor in te zetten. Dat voelt niet zwaar. Ik heb juist plezier in wat ik doe. Het brengt ook voldoening. Kijk ik terug op mijn loopbaan en op wat ik bereikt heb, dan zie ik niet in de eerste plaats de grote projecten en transacties. Ik zie mensen wier potentie ik heb gespot en een kans heb kunnen geven. Mensen die getalenteerd en succesvol zijn gebleken. Zij kunnen het stokje straks overnemen en de volgende generatie leiders worden. Dat vind ik heel mooi om te zien.’ ■

# Nieuwe records in 2025

**Recente marktturbulenties na Trump's tariefbeleid hebben een tweedeling gecreëerd in de beleggingswereld: sommigen zien een snelle opleving, anderen vrezen ernstigere economische impact. Welk scenario wint?**

Na de turbulente start van 2025 blijven de meningen over de economische vooruitzichten sterk verdeeld. De aankondigingen van wederzijdse tarieven naar aanleiding van Trump's 'Liberation Day' heeft voor een aardverschuiving gezorgd in het marktsentiment, maar de fundamentele vraag blijft: stevenen we af op een tijdelijke correctie, of op een langdurige neerwaartse spiraal?

Optimisten benadrukken dat marktcorrecties een normaal en zelfs gezond onderdeel zijn van een bullmarkt. De recente volatiliteit vertoont alle kenmerken van een klassieke correctie: een plotselinge daling vanuit recordhoogtes, snelle sentimentsverslechteringen, en een duidelijk 'angstverhaal' rond importheffingen. Volgens deze visie heeft de markt al een slecht scenario ingeprijsd, waardoor er ruimte ontstaat voor positieve verrassingen wanneer de werkelijkheid minder somber blijkt. Voorzichtiger analisten wijzen echter op de unieke omvang van de aangekondigde tarieven. Hoewel ze uiteindelijk deflatorisch zullen werken, kunnen ze eerst een aanzienlijke inflatoire schok veroorzaken, waardoor de Fed in een lastige positie komt. Een verkeerd getimed renteverlaging zou de inflatie kunnen aanwakkeren, terwijl te lang wachten de economische vertraging kan verergeren.

Verschillende factoren wijzen op een betere tweede helft van het jaar. Ten eerste is het sentiment extreem negatief geworden, wat historisch gezien een contraire indicator is. Ten tweede heeft de aandelenmarkt veel slecht nieuws al ingeprijsd. Huidige koersen weerspiegelen een scenario waarin de winsten in 2025 stagneren en pas in 2026 terugkeren naar groei. Ten derde is de inflatie onder controle gekomen vóór de

tariefschok. De kerninflatie is gestabiliseerd en langetermijninflatieverwachtingen blijven verankerd. Hierdoor krijgt de Fed ruimte om later dit jaar de rente te verlagen. Ten vierde zijn er signalen van verzachting in het tariefbeleid. Het 90-daagse uitstel wijst op een pragmatische benadering en een meer gematigde uitkomst. Tot slot blijft de consument vooralsnog een anker voor de economie. Solide balansen, relatief gezonde schuldenlasten en de positieve vermogenseffecten uit aandelen- en huizenprijsstijgingen bieden enige bescherming tegen economische tegenwind.

De Chinese reactie op de Amerikaanse tarieven vormt wel een cruciaal risico. China heeft zijn afhankelijkheid van de Amerikaanse markt sinds de eerste Trump-tarieven aanzienlijk verminderd. De Chinese export naar de VS is gedaald van 22% naar 14% van de totale Chinese export en vertegenwoordigt slechts 2,8% van het Chinese bbp. Dit verminderde belang, gecombineerd met een stabiliserende vastgoedmarkt, geeft China meer speelruimte om tariefdruk te weerstaan.

Veel aandelen buiten de Verenigde Staten en waarde-aandelen presteren al beter dan de Amerikaanse technologiegiganten, een trend die zou kunnen aanhouden. Technologieaandelen hebben echter nog steeds solide fundamenten en kunnen een V-vormig herstel laten zien zodra de Fed met renteverlagingen begint, verwacht in de tweede helft van 2025. De extreem pessimistische stemming creëert kansen voor positieve verrassingen. Voor langetermijnbeleggers is de huidige correctie een kans om te profiteren van aantrekkelijke waarderingen.

De tegenstelling tussen optimisme en realisme over de handelsoorlog zal de markten blijven beïnvloeden, maar de geschiedenis leert ons dat markten altijd herstellen. Wanneer de stofwolken optrekken, zullen we waarschijnlijk zien dat de marktoptimisten gelijk krijgen en dat we zelfs voor het einde van 2025 nieuwe records kunnen verwachten. ■



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

# Proxy voting best practices: how Dutch pension funds lead by example

Our latest study reveals precisely how Dutch pension funds turn sustainability commitments into real-world change through their approach to proxy voting.

By *Siyana Gurova* and *Eleanor Willi*

With sustainability moving from niche concern to mainstream expectation, pension funds face increasing pressure to demonstrate that their stewardship genuinely makes a difference. Beneficiaries, regulators, and stakeholders demand more than lofty promises – they expect clear evidence of action. Proxy voting is one of the most powerful tools available to institutional investors, yet true best practices in this area have been difficult to define – until now.

In our comprehensive analysis, we examined proxy voting practices across six major European pension markets: Germany, Denmark, Sweden, Switzerland, the United Kingdom, and the Netherlands. While Swedish pension funds emerged with the highest overall sustainability alignment scores, Dutch pension funds stood out strongly in several key thematic areas, systematically embedding sustainability into actionable and enforce-

able voting guidelines. Here's how they are setting an industry benchmark.

## Behind our analysis: a three-step approach

We approached our research through a structured, rigorous three-step methodology:

### 1. Assessing transparency

We first evaluated the transparency of 122 European pension funds by reviewing their publicly disclosed formal voting policies, and detailed, company-level voting records. Dutch pension funds led the pack, with 70% publicly sharing formal voting policies and 75% providing granular, company-level voting disclosures – significantly higher than the European average (48%).

### 2. Analyzing voting behavior quantitatively

Next, we assessed whether transparency translates into actual sustainability-aligned voting choices. Using our 'voting for sustainability'

methodology, we scored pension funds' votes across a carefully selected set of 428 key environmental and social proposals from the 2024 proxy season. This set of management and shareholder proposals, flagged by leading responsible investment organizations like ClimateAction 100+ and ShareAction, offered a robust benchmark defining the set of sustainability-relevant votes. Dutch pension funds consistently scored well, especially on issues related to diversity and human rights, lobbying transparency, and non-climate environmental and social proposals (on topics such as biodiversity).

### 3. Identifying best practices qualitatively

Building on this analysis, we closely reviewed the voting policies of the top-performing pension funds identified by our quantitative analysis. This deep dive allowed us to pinpoint the key elements in voting policies contributing

to specific funds' sustainability outperformance. Dutch pension funds stood out by explicitly embedding clear, enforceable guidelines into their voting practices, turning policy into action.

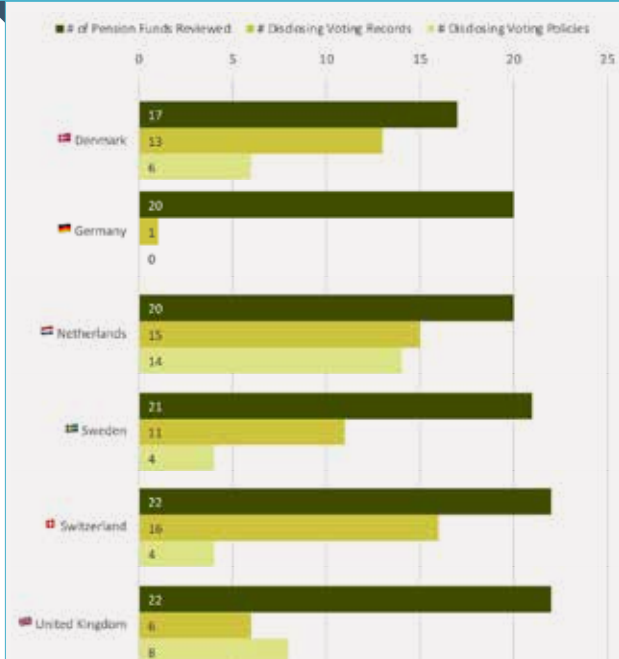
## Best practices from leading Dutch pension funds

Several Dutch pension funds exemplify best-in-class voting practices, including Pensioenfond Horeca & Catering (PH&C), Pensioenfond Vervoer, Pensioenfond Metaal en Techniek (PMT), Pensioenfond Zorg en Welzijn (PFZW), Pensioenfond Medewerkers Apotheken (PMA), and Pensioenfond van de Metalektro (PME). Here's what sets their voting apart:

### 1. Gender diversity with teeth

For Dutch funds, gender diversity isn't just nice to have – it's mandatory. PH&C's policy explicitly states: 'We vote against the

FIGURE 1: DISCLOSURE PATTERNS BY COUNTRY



Source: rezonanz

reappointment of nomination committee chairs when there are no female board members.' PME similarly uses explicit voting thresholds to enforce gender diversity. Such clear criteria remove ambiguity, compelling companies toward meaningful boardroom diversity.

## 2. Rigorous human rights standards

Human rights voting policies among Dutch funds align directly with global standards. Pensioenfond Vervoer consistently supports shareholder proposals demanding detailed human rights disclosures aligned with the UN Guiding Principles on Business and Human Rights. PMT explicitly commits to voting against companies where forced or child labor risks are inadequately managed, directly embedding international norms into corporate accountability.

## 3. Lobbying transparency and accountability

Dutch pension funds recognize opaque lobbying as a major sustainability risk. On behalf of PFZW, PGGM systematically votes in favor of full transparency regarding corporate lobbying activities, political contributions, and membership in industry associations. PH&C reinforces this with clear voting criteria: 'We vote in favor of all proposals to disclose political donations.' These explicit voting stances reinforce consistency between corporate actions and public sustainability claims.

## 4. Concrete environmental action beyond climate

Dutch pension funds explicitly embed broader environmental concerns – such as biodiversity protection and sustainable resource use –

into their voting practices. PH&C consistently votes to demand corporations eliminate deforestation risks in their supply chains. PMA actively supports initiatives such as the Business Coalition for a UN Plastic Treaty, advocating for robust action on plastic pollution. By explicitly integrating these environmental criteria into voting guidelines, pension funds constructively steer their portfolio companies toward more meaningful alignment with sustainability.

## Practical lessons for the industry

From our analysis, clear lessons emerge that other pension funds both inside and outside the Netherlands can adopt to improve sustainability voting outcomes:

- **Set explicit, measurable targets:**  
Vague promises won't drive real change. Clear targets, like diversity thresholds or TCFD-aligned climate disclosure standards, make voting actionable and impactful.
- **Leverage global standards:**  
Incorporating recognized global frameworks (TCFD, UNGPs, OECD Guidelines) enhances consistency and credibility across markets.
- **Make accountability explicit:**  
Clearly state the voting consequences for inadequate corporate action – such as escalating via votes against directors – to significantly strengthen corporate accountability.

## Why the Netherlands leads

Why are Dutch pension funds ahead of peers in proxy voting practices in

many respects? A unique combination of regulatory environment, peer accountability, and cultural expectations drives their leadership. The Dutch Stewardship Code, largely integrated into the Dutch Corporate Governance Code, has further nurtured a culture in which explicit sustainability goals translate directly into enforceable voting action.

Yet, it remains important to acknowledge that Swedish pension funds, driven partly by strong legislative sustainability mandates for public pension funds (AP Funds) and robust industry norms, set the highest overall standard. Their consistent leadership across diverse sustainability categories demonstrates that effective proxy voting is best achieved through integrated, ambitious policy frameworks, a systematic approach to corporate accountability, and clear sustainability mandates.

## Looking ahead: raising the bar

Proxy voting, when done effectively, can drive significant corporate sustainability improvements. Dutch pension funds have set an exemplary standard by turning explicit sustainability goals into clear voting outcomes, providing a replicable blueprint for pension funds globally.

Ultimately, proxy voting is a powerful lever to catalyze real-world sustainability transformation. Dutch pension funds are showing that clearly articulated, actionable, and enforceable voting practices can genuinely reshape corporate behavior. Their approach sets a benchmark that all responsible investors would do well to follow. ■



**Siyana Gurova**

Co-Founder, rezonanz



**Eleanor Willi**

CEO & Co-Founder, rezonanz

## SUMMARY

Dutch pension funds lead in sustainable proxy voting by embedding clear, enforceable policies.

They excel in transparency, gender diversity mandates, human rights, lobbying accountability, and environmental action.

Dutch leaders include PFZW, PH&C, PME, PMT, PMA, and Pensioenfond Vervoer.

Their approach sets measurable targets and aligns with global standards like the UNGPs.

Strong regulation and peer accountability drive Dutch leadership, offering a blueprint for global pension funds.

# Emerging Market Debt complex maar kansrijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



De EMD-markt heeft de afgelopen tien tot vijftien jaar een duidelijke verschuiving doorgemaakt van harde naar lokale valuta. Staatsobligaties in harde valuta hebben in het verleden een risicovoller profiel vertoond dan staatsobligaties in lokale valuta. EMD biedt kansen voor beleggers die risico, duurzaamheid en rendement strategisch weten te balanceren.

### Hoe groot is de EMD-markt nu, zowel in lokale als in harde valuta? Is die in de afgelopen jaren gegroeid? En zo ja waarom?

**Rob Drijkoningen:** 'De EMD-markt heeft een omvang van zo'n \$ 42 biljoen en groeit met gemiddeld 14% per jaar. Dit zijn cijfers van de Bank of America. Natuurlijk circuleren er uiteenlopende cijfers, maar het grootste deel van de groei komt voort uit lokale valuta en bedrijfsobligaties op de langere termijn. Externe schuld is beperkter, maar daar verwijzen mensen meestal wel naar als ze het hebben over schuld van opkomende markten, dus vooral harde valuta, zoals dollars. Lokale schuld blijft wat onderbelicht.'

**Naki Nartey:** 'Interessant aan emerging markets is dat het grootste deel van de markt off-benchmark is. Er staat voor \$ 42 biljoen aan obligaties uit, maar de lokale schuld die als benchmark in aanmerking komt, is ongeveer \$ 5 biljoen groot, en hard currency \$ 1 biljoen dollar. Schuld van bedrijven is nog eens \$ 1 biljoen. In tegenstelling tot ontwikkelde markten valt de grote meerderheid van deze obligaties dus buiten de officiële indices. Dit maakt de kansen voor actieve managers interessanter, gezien hun vermogen om off-benchmark te beleggen.'

**Drijkoningen:** 'Veel emissies komen uit specifieke landen, met name China. Zowel in lokaal als extern heeft China het grootste aandeel. Op landenniveau zijn er beperkingen ten aanzien van hoeveel een land dat in benchmarks komt, mag emitteren. Dus veel uitgifte zit daar gewoon niet in. En

daarnaast is veel onshore, dus lokaal gefinancierd. Vroeger hadden opkomende markten geen goede lokale yield curves, waardoor ze in dollars moesten lenen. Dat gaf valutarisico's. Tegenwoordig zie je een natuurlijke verschuiving naar lokale uitgiftes, vooral in China en India.'

**Raymond van Wersch:** 'Wij zien de afgelopen tien tot vijftien jaar duidelijk een sterke verschuiving van harde valuta naar lokale valuta. Staatsobligaties in harde valuta hebben in het verleden een risicovoller profiel laten zien dan staatsobligaties in lokale valuta.'

**Nartey:** 'Dat hangt af van hoe je risico definieert. Lokale valuta biedt gemiddeld een betere kredietkwaliteit, maar ook meer volatiliteit door de valutacomponent. Harde valuta heeft gemiddeld een lagere kredietkwaliteit, met meer high yield-emittenten. Maar als het valutarisico weg is, neem je enkel spread- en kredietrisico's, die doorgaans minder volatiel zijn dan FX.'

**Drijkoningen:** 'In de lokale valuta-index, bijvoorbeeld de Government Bond Index – Emerging Markets, de GBI-EM, zitten maar 18 tot 20 landen, terwijl de harde valuta-index, bijvoorbeeld de Emerging Markets Bond Index, de EMBI, er meer dan 70 bevat. Maar dat weerspiegelt niet de onderliggende markt van lokale valuta, die veel breder is. Veel landen en valuta komen simpelweg niet in aanmerking voor de benchmark omdat ze niet liquide genoeg zijn. In harde valuta zie je het omgekeerde: veel namen voor een kleinere onderliggende markt.'

**Asbjörn Friederich:** 'Dat geldt tot op zekere hoogte ook voor de harde valuta-index. Van de ongeveer 72 landen in de EMBI-GD vertegenwoordigt 27% zo'n 80% van de gewichten. Dus het is redelijk geconcentreerd. Als je verder diversifieert dan de benchmark, kun je alpha genereren zonder per se meer risico te nemen.'

### Een paar jaar geleden hadden we het ook vaak over frontier markets. Die term hoor je nauwelijks meer. Zijn die markten verdwenen?

**Drijkoningen:** 'Nee, ze bestaan nog steeds. Er is wel een belangrijk verschil: in harde valuta zijn frontier-landen vaak al

### Voorzitter:

**Harry Geels,**  
Auréus

### Deelnemers:

**Rob Drijkoningen,**  
Neuberger Berman  
**Asbjörn Friederich,**  
Nuveen  
**Naki Nartey,**  
PIMCO  
**Raymond van Wersch,**  
PGGM



### VOORZITTER

**Harry Geels**

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus. Daarnaast is hij parttime docent bij het Actuarieel Instituut. Hij is auteur van onder andere 'Beleggen met Technische Analyse'. Geels studeerde Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



**Rob  
Drijkoningen**

Rob Drijkoningen is Hoofd Fixed Income Europe en Co-Head van het EMD-team bij Neuberger Berman, waar hij in 2013 in dienst trad. Daarvoor werkte hij bijna 18 jaar bij ING Investment Management in verschillende rollen, waaronder als Global Head van het EMD-team, Hoofd Multi-Assets en Hoofd Global High Yield. In 1990 begon hij zijn carrière aan de sell-side bij Nomura en Goldman Sachs.



**Asbjörn  
Friederich**

Asbjörn Friederich is Senior Director en Research Analyst bij Nuveen's International en EMD-team, met een focus op Europese, Midden-Oosterse en Noord-Afrikaanse uitgevers van staatsobligaties. Voorafgaand aan zijn functie bij Nuveen werkte hij in Macro Strategy & Sovereign Analysis bij Fidelity Investments. Hij begon zijn carrière aan de sell-side bij UBS Investment Bank.



**Naki  
Nartey**

Naki Nartey is Senior Vice President en Emerging Markets Product Strategist bij PIMCO. Ze werkte eerder in institutionele fixed income sales bij BBVA, waar ze Europese obligaties en Noord-Amerikaanse EM-accounts beheerde. Daarvoor was ze Product Specialist voor emerging markets bij JPMorgan Private Bank in New York en bekleedde ze functies bij JPMorgan Private Bank in Genève en JPMorgan Investment Bank in Londen.



**Raymond  
van Wersch**

Raymond van Wersch is Senior Portfolio Manager bij PGGM, waar hij sinds 2005 werkt, de eerste 10 jaar in het Credit Risk Sharing-team en daarna in het Manager Selectie-team, gericht op Credit en EMD. Daarvoor heeft hij bij NIBC Asset Management en ABP de Europese high yield-portefeuille opgezet en beheerd. Eerder beheerde hij fixed income-portefeuilles bij Achmea. Zijn loopbaan startte bij Rabobank.

vertegenwoordigd in de benchmarks EMBI Global en NEXGEM, terwijl ze in lokale valuta grotendeels complementair zijn omdat de liquiditeit daar vaak te laag is om in de standaardindex voor EMD, zoals de GBI-EM, te zitten.'

**Van Wersch:** 'Als je echt impact wilt maken, bijvoorbeeld op het gebied van duurzaamheid of transitie, dan helpt het om in frontier markets te investeren. Vooral via lokale valuta, want dat helpt de overheden het meest. Wij onderzoeken of frontier markets een aparte subset kunnen worden binnen onze allocatie naar EMD-lokale valuta.'

**Nartey:** 'In onze wereldwijde EMD-portefeuilles nemen we frontier-exposure op, zowel in harde als in lokale valuta, waar mogelijk. We zien zelfs dat steeds meer klanten vragen om een dedicated frontier-portfolio, vaak om ESG- of impactredenen. Er doen zich in die markten interessante kansen voor, mede omdat de rendementen daar recent goed waren.'

**Drijkoningen:** 'Ja, frontier local via de FTSE-index presteert veel beter dan de reguliere lokale valuta-index: ongeveer 5% meer per jaar sinds 2017. Het is een goede diversificator en alternatieve rendementsbron. Wij gebruiken het zowel opportunistisch als in een mandaat tegen een frontier benchmark.'

**Friederich:** 'Wij doen dat ook en hebben frontier-exposure in zowel harde als lokale valuta, maar over het algemeen houden we wel gediversifieerde exposure aan om blow-up risico's te vermijden.'

**Van Wersch:** 'Eigen onderzoeksgegevens bevestigen dat frontier-markten in lokale valuta beter presteren dan reguliere EM-local. Er komt nu een index die dat ook weergeeft. Bovendien is de maximale drawdown in frontier-markten tijdens crisisjaren vaak lager dan in reguliere emerging markets, ook veroorzaakt door het veelal ontbreken van grote beleggers in frontier-markten. Het is dus mogelijk een interessante diversificatie.'

**Wat is het typische risico-rendementsprofiel van local currency debt?**

**Drijkoningen:** 'Het is zeker risicovoller

dan hard currency debt in termen van volatiliteit. In lokale valuta kun je risico's beperken door bijvoorbeeld uit euro's te financieren in plaats van uit dollars, dat scheelt volatiliteit. Met name als je valuta's met lage correlatie kiest.'

**Friederich:** 'Klopt, over het algemeen komen de grootste drawdowns in local benchmarks door de FX-component, vooral voor dollar-portefeuilles. Als je in euro's financiert, verklein je dat risico aanzienlijk en wordt het plaatje aantrekkelijker.'

**Nartey:** 'Bij lokale valuta is FX de meest volatiele component, daarnaast heb je nog lokale duration. Bij harde valuta is er gewoonlijk dollar-duration en spreadrisico. Uiteraard is de FX-component het meest volatiel, de dominante risicofactor. Als je het vanuit euro's of ponden bekijkt, zien lokale valuta's er vaak beter uit, omdat de dollar de afgelopen tien jaar sterker is geworden.'

**Van Wersch:** 'Wij hebben ervoor gekozen uitsluitend in lokale valuta te investeren omdat staatsobligaties in harde valuta te veel lijken op US-dollar high yield en op EM-corporates in harde valuta. Daarom geloven we dat lokale staatsobligaties voor ons een betere diversificatie zijn. Vorig jaar, 2024, was geen goed jaar voor lokale valuta, maar de waarderingen worden wel steeds aantrekkelijker en staatsobligaties in lokale valuta kunnen profiteren van een lagere US-dollar.'

### Hoe ga je om met valutavolatiliteit?

**Drijkoningen:** 'Je kunt die volatiliteit deels afdekken, bijvoorbeeld via valutahedging. Wanneer de rente echter veel hoger is dan in de VS, geef je veel van het rentevoordeel weer op, dus dat is geen permanente optie. Nu de USD-rente hoger is, terwijl bijvoorbeeld landen als China heel lage yields kennen van rond 2%, wordt afdekken aantrekkelijk. Het beeld is dus genuanceerd. Strategisch afdekken kan zinvol zijn, met ruimte om daar tactisch van af te wijken.'

**Nartey:** 'Wij kalibreren de grootte van posities met hun volatiliteit. Als we twee valuta's even aantrekkelijk vinden, maar de ene is volatieler, dan krijgt die een kleinere positie in portefeuilles. Zo blijft het risico beheersbaar.'

## 'Volatiliteit kan verraderlijk zijn. Sommige valuta's lijken stabiel, tot ze plotseling sterk gaan bewegen.'

**Drijkoningen:** 'Volatiliteit kan verraderlijk zijn. Sommige valuta's lijken stabiel, tot ze plotseling sterk gaan bewegen. Egypte is daarvan een klassiek voorbeeld, Nigeria een ander. Na een devaluatie verlies je aanzienlijk. Daarom moet je niet alleen naar historische volatiliteit kijken, maar ook naar impliciete volatiliteit, zoals ingeprijsd in de forwards.'

**Nartey:** 'Daar ben ik het mee eens. Wij gebruiken impliciete volatiliteit als onderdeel van ons proces.'

### China is nu de grootste speler in de EMD-markt. Hoe zien jullie China's rol nu en in de toekomst?

**Nartey:** 'Op dit moment zijn we nogal bearish over China, zowel lokaal als in harde valuta. De redenen daarvoor zijn ten eerste lage rendementen, waardoor zich elders betere kansen voordoen. In de tweede plaats is de relatie tussen China en de Verenigde Staten behoorlijk gespannen en kan die nog verder verslechteren. Ten derde is China minder belangrijk geworden voor EM-groei dan in het verleden. Vroeger gold: als China groeide, groeiden EM-landen mee en vice versa. In de afgelopen twee jaar hebben we gezien dat de groei van China is vertraagd, maar dat die in de opkomende markten eigenlijk vrij robuust was.'

**Drijkoningen:** 'We moeten wel onderscheid maken tussen obligaties in USD en in lokale valuta. De Chinese munt is voor ons ook een underweight. Maar als je de obligaties afdekt naar dollars, krijg je zo'n 3% extra. Dan is het geen slechte investering. De binnenlandse markt blijft enorm groot. Vooral staatsbedrijven blijven actief. Er is ook sprake van veel innovatie, denk aan batterijen, electric vehicles, technologie. Dat gaat niet zomaar weg.'

**Friederich:** 'Het probleem met Chinese bedrijfsobligaties is dat er weinig transparantie is wat betreft kredietkwaliteit. >

Wij zijn behoorlijk onderweight in China, behalve in een paar specifieke sterke bedrijven, die voornamelijk voor de Verenigde Staten produceren. Die bedrijfsobligaties verschaffen een Chinese 'postcode premium' ten opzichte van vergelijkbare Amerikaanse bedrijven. We merken dat er steeds meer vraag is naar EM-fondsen zonder China, dus ex-China benchmarks.

**Als jullie een portefeuille beheren, raden jullie dan een breed mandaat aan waar alles in zit (lokaal, hard currency, frontier, corporates) of liever aparte mandaten, per segment? En moet dat actief of passief zijn?**

**Van Wersch:** 'We hebben net een wereldwijde kredietstrategie geïmplementeerd met drie dimensies: rendement, risico en duurzaamheid. We combineren investment grade corporates en high yield corporates in ontwikkelde markten en opkomende markten. We hebben dus een wereldwijd kredietmandaat dat we toewijzen aan interne en externe beleggingsteams. Bij investment grade kun je je richten op labeled bonds, bij high yield focussen we op engagement met de emittenten en proberen we ze transparanter te maken. De energietransitie vindt voor een groot deel plaats via EM-corporates. Daar zitten veel mogelijkheden. Voor staatsobligaties in opkomende markten hebben we een apart mandaat, in lokale valuta. We combineren dat dus niet met corporates in opkomende landen, omdat die asset class andere risicokenmerken heeft en het bovendien moeilijker is om te engagen met overheden dan met bedrijven.'

**Is die wereldwijde creditstrategie, met een portefeuille voor opkomende en ontwikkelde markten, uitgesplitst in investment grade en high yield, bijzonder?**

**Van Wersch:** 'Dat denken we wel. De meeste beleggers denken nog in

zogenaamde silo's, in investment grade of high yield in ontwikkelde en opkomende markten. Wij geloven juist in het combineren van deze beleggingscategorieën in één integrale opdracht. Op deze manier creëer je namelijk een zo groot mogelijk universum waar de 3D-afweging tussen rendement, risico en duurzaamheid optimaal kan worden uitgevoerd.'

**Nartey:** 'Wij bieden zowel aparte mandaten (local of hard currency) als blended strategieën aan. Ook ESG-varianten zijn beschikbaar. In aparte mandaten voor hard currency nemen we vaak corporates op, omdat ze waarde kunnen toevoegen, ook als ze niet in de benchmark zitten. Natuurlijk brengen ze vaak risico's met zich mee, maar die kunnen voordelig uitpakken.'

**Friederich:** 'Onze filosofie is dat het moeilijk is om lokale en harde valuta goed samen te beheren in één fonds. Uit onderzoek blijkt dat blended fondsen het vaak minder goed doen dan hard currency-only-fondsen. Daarom geven wij de voorkeur aan een apart fonds voor zowel hard currency als local currency. Maar binnen hard currency-fondsen voegen we wel corporates toe als dat een betere risico-rendementsverhouding geeft. Bijvoorbeeld in landen waar spreads op staatsobligaties laag zijn, maar waar bedrijfsobligaties aantrekkelijke spreads hebben.'

**Drijkoningen:** 'In de praktijk zie je dat als EMD een klein deel van de totale portefeuille uitmaakt, beleggers liever een blended mandaat willen, omdat dat gewoon eenvoudiger is. Je moet dan wel aantonen dat die aanpak waarde toevoegt. Blended portefeuilles zijn vaak beter gediversifieerd. Bovendien kun je in een blended mandaat gemakkelijker risicobudgetten heralloceren tussen bijvoorbeeld een aantrekkelijke lokale valuta en een minder aantrekkelijke hard currency in hetzelfde land.'

**In blended portefeuilles heb je veel alpha-bronnen. Kan een manager dat allemaal overzien?**

**Drijkoningen:** 'Transparantie is belangrijk. Je moet goed kunnen uitleggen waar het risico vandaan komt en waar de performance wordt gegenereerd. Het hangt van de organisatie af of dat adequaat

**'Het probleem met Chinese bedrijfsobligaties is dat er weinig transparantie is wat betreft kredietkwaliteit.'**

gebeurt. Bij blended strategieën zie je vaak grotere teams met een duidelijke taakverdeling. Je kunt het ook met een klein team doen, maar dan is de dekking beperkter.’

**Friederich:** ‘Wij hebben een team waarin traders, portfoliomanagers en analisten nauw samenwerken. Iedereen weet precies wat er in de portefeuille zit en dit helpt bij het optimaliseren van de EMD-portefeuille en het genereren van beleggingsideeën.’

**Van Wersch:** ‘Toen wij onze wereldwijde kredietstrategie ontwikkelden, zochten we specifiek naar beheerders die alle segmenten kunnen combineren: investment grade, high yield, emerging market debt en ESG. Je wilt geen aparte silo-benadering, maar een geïntegreerd platform.’

### **Is er in EMD sprake van een soort marktfase of economische cyclus en proberen jullie daarop te sturen?**

**Van Wersch:** ‘Het managen van de cyclus is erg lastig. Met name high yield-managers zijn vaak defensief, met lage beta. Maar dat pakt zelden goed uit. Ze zeggen dat ze minder verdienen in een bull market, en dat compenseren door minder te verliezen in een bear market, maar dat klopt vaak niet. Wat wij zoeken, zijn managers die de portefeuille kunnen sturen met een beta van rond de 1, dus meebewegen met de markt, maar hun waarde toevoegen door security selection. Ze moeten geen duration-risk gaan timen, dat is niet waarvoor we ze betalen.’

**Friederich:** ‘Wij richten ons op fundamentele bottom-up analyse per land via onze aanpak op basis van landencohorten voor ons EMD-vlaggenschipfonds. Als we een land als ‘steady’ classificeren vanwege stabiele fundamentals, maar de spreads op staatsobligaties laag zijn, dan kijken we vaak naar corporates binnen dat land. Hetzelfde geldt voor ‘reformer’-landen, met doorgaans aantrekkelijke bedrijfsobligaties. ‘Laggards’, oftewel landen met verslechterende fundamentals, vermijden we meestal, tenzij de waardering bijzonder aantrekkelijk is. ‘Crisis-belaste’ landen, zoals Zambia vorig jaar, bekijken we als er duidelijk zicht is op een herstructurering. Tot slot zijn er de frontier-landen, waar onze sovereign expertise de beste alpha-mogelijkheden

## **‘De energietransitie vindt voor een groot deel plaats via EM-corporates. Daar zitten veel mogelijkheden.’**

vindt binnen staatsobligaties. Wat betreft de EMD-cyclus: cashposities zijn momenteel relatief goed en veel herstructureringen zijn afgerond.’

**Nartey:** ‘Wij willen een all-weather manager zijn. Dat wil zeggen: consistent alpha leveren, of de markt nu stijgt of daalt. Sommige managers varen wel bij een bull market, maar presteren ondermaats bij een drawdown. Deze performance-dynamiek is het resultaat van het runnen van een portefeuille met een hoge beta, maar dat is niet onze aanpak. Wij houden onze portefeuille-beta’s meestal tussen de 0,9 en 1,1. We proberen geen significante hoeveelheden alpha te genereren uit exposure naar beta, maar in plaats daarvan richten we ons op bottom-up landselectie, security selection, en positionering van de yield curve. Dat is een betere manier om consistent alpha te genereren gedurende de gehele cyclus, in plaats van alleen maar de beta te leveragen. Bottom-up alpha is doorgaans consistentere dan macro-positionering of beta-leverage.’

**Drijkoningen:** ‘Wij gebruiken top-down inzichten als onderdeel van het risicobudget. Als centrale banken bijvoorbeeld verkrappen, zie je dat snel terug in de financieringskosten voor emerging markets. Ook waardering speelt mee: als spreads extreem laag zijn, is de kans op negatieve rendementen groter dan bij hoge spreads. Dat vertaalt zich naar hoe we risico inzetten, namelijk meer bij hoge spreads en minder bij lage.’

**Van Wersch:** ‘Onze analyses tonen aan dat duration en FX geen consistente alpha-bronnen zijn in corporate credit. Wij focussen liever op fundamentele bottom-up credit-analyses.’

### **Wat maakt nu eigenlijk een goede manager in deze asset class? Is er veel verschil in rendementen tussen managers?**

**Van Wersch:** ‘Het is vooral belangrijk dat >

een manager doet wat hij belooft, dus 'practise what you preach'. We zoeken naar consistentie en voorspelbaarheid in zowel beleggingstheorie als uitvoering. Als een manager zegt dat hij een bepaald risico vermijdt, moet dat ook blijken uit de performance-attributie en -analyse. Als die afwijken van de eigen convictie, is dat voor ons een rode vlag. Daarnaast zijn vanzelfsprekend de omvang en de kwaliteit van het team belangrijk, en de interactie tussen portfoliomanagers, analisten en handelaren. We zijn geen voorstander van beheerders met een dwingende 'house view' die de hele portefeuille stuurt. Voor ons is het samenwerken met like-minded beheerders op duurzaamheid erg belangrijk.

**Nartey:** 'Een goede fondsbeheerder moet in staat zijn om alpha te genereren door de cyclus heen, dus in goede en slechte tijden. En die alpha moet afkomstig zijn uit meerdere bronnen, niet alleen uit een macro-gezichtspunt. Wij zien EMD als een inefficiënte asset class, wat kansen biedt via bijvoorbeeld fundamentele analyse, ondergewaardeerde landen, het structureren van posities, en het gebruik van afgeleide instrumenten zoals CDS (Credit Default Swap). Diversificatie is cruciaal. Een te geconcentreerde portefeuille met twee of drie dominante posities is risicovol, want één fout kan de hele jaarperformance ruïneren.'

**Friederich:** 'Consistentie in het beleggingsteam en in de aanpak is heel belangrijk. Onze lead portfoliomanager runt al twintig jaar met succes ons toonaangevende EMD-fonds dat tot de top 10% behoort. Met de stabiele, bewezen beleggingsfilosofie mikken we op een stabiele alpha per jaar en beperken we het drawdown-risico.'

**Drijkoningen:** 'Wij letten op de bekende P's: people (kwaliteit van het team), process (beleggingsaanpak), performance, philosophy, platform (organisatie, cultuur). Je moet niet alleen nu sterk zijn, maar ook toekomstbestendig met oog voor innovatie, denk aan bijvoorbeeld AI-tools en de geopolitiek. Organisatorische stabiliteit is ook belangrijk. Als teams uit elkaar vallen, is dat funest.'

### **Hoe kijken jullie aan tegen passief beleggen in EMD? Is er ruimte voor ETFs of indexfondsen?**

**Nartey:** 'Actief presteert duidelijk beter dan passief in EM. De mediaan actieve manager doet het beter dan de mediaan passieve manager. Kapitaalwinstbelastingen en bronbelasting op coupons zijn echte kosten voor passieve beleggers, maar ze worden niet weerspiegeld in de benchmarks die passieve managers doorgaans gebruiken. Actieve managers kunnen een deel van die belastingdruk vermijden, bijvoorbeeld via derivaten. Passieve beleggers moeten maandelijks rebalanceren tegen vaak ongunstige prijzen, actieve beleggers kunnen hun rebalancing spreiden over een aantal dagen. Ook gebruiken wij CDS in plaats van cash bonds als CDS-spreads gunstiger zijn.'

**Van Wersch:** 'Wij beleggen een bepaald percentage van de PFZW-portefeuille in EMD lokale valuta via een zogenoemde passief-plus aanpak. Het doel daarvan is het realiseren van het benchmarkrendement na aftrek van kosten. Wij hebben investment teams geselecteerd die daartoe in staat zijn, onder andere door slim gebruik te maken van inefficiënties in de markt zoals die zich regelmatig voordoen. Een belangrijke component van het rendement is de 'term premium'. Dit wordt dan aangevuld met instrumenten die gebruikmaken van verschillen in rendement tussen bijvoorbeeld supranationals en staatsobligaties. Wij noemen het passief-plus want er is geen sprake van actieve portefeuillepositionering op basis van een macro-economische visie, wel van een slimme uitvoering.'

**Drijkoningen:** 'ETFs voor local currency EMD blijven achter bij benchmarks, vooral door belastingeffecten. Als je lokale EMD-managers vergelijkt, moet je dus niet alleen

**'Diversificatie is cruciaal. Een te geconcentreerde portefeuille met twee of drie dominante posities is risicovol, want één fout kan de hele jaarperformance ruïneren.'**

naar de benchmark kijken, maar ook naar de vergelijking met ETFs als alternatief om appels met appels te vergelijken. ETFs zijn handig voor tactische allocaties, of wanneer je snel exposure wilt nemen. Ze zijn minder geschikt voor ESG-implementatie.

**Friederich:** 'De benchmarks zijn behoorlijk geconcentreerd. Dat wil zeggen dat zij risicovol zijn in termen van passief beleggen. Als actieve belegger kun je het risico verlagen en consistent betere performance halen met het verstandig beheren van de risicoblootstelling.'

**Hoe veranderen ESG-overwegingen de bereidheid van beleggers en de uitgifte van schuld papier in de EMD-markt? Zijn er afwegingen tussen het behalen van duurzaamheidsdoelen en het genereren van rendement? En zien jullie ook tegenwind uit bijvoorbeeld de Verenigde Staten?**

**Van Wersch:** 'In hard currency zie je in emerging markets meer green bonds of gelabelde obligaties dan in lokale valuta. We nemen niet klakkeloos de classificatie groen over. We gebruiken ons eigen framework om dit te beoordelen. Als bijvoorbeeld een land met veel kolenmijnen een green bond uitgeeft, hoe 'groen' is dat land dan? Zijn de bestedingsdoelen van die green bonds goed vastgelegd? Bij individuele bedrijven in emerging markets is deze relatie beter vast te stellen, ook omdat er wellicht al een engagement-traject met de onderneming loopt en betere transparantie is afgedwongen.'

**Drijkoningen:** 'De markt voor gelabelde obligaties is ongeveer \$ 1.000 miljard in omvang. Dat is aanzienlijk meer dan de hele Europese high yield-markt, dus echt substantieel. Wij accepteren de verschillende ESG-, green, en social labels alleen als ze door onze eigen due-diligence komen. Daarnaast zijn er ook multilaterale ontwikkelingsbanken, MDB's, die in lokale valuta emitteren, met strikte SDG-afstemming. Die gebruiken wij veel in duurzame EM-portefeuilles.'

**Kun je dus duurzaam beleggen in emerging markets zonder in te leveren op rendement?**

**Drijkoningen:** 'Ja, meestal wel. Soms krijg

je zelfs een premie omdat de 'groene' uitgften kleiner of minder liquide zijn. Over het algemeen is het rendement vergelijkbaar met reguliere EM-obligaties. Soms is er geen alternatief zoals bij MDB's, dus dan wordt het meer take-it-or-leave-it.'

**Nartey:** 'Als je kijkt naar de benchmarks, zijn ESG-indices en reguliere EMBI of GBI-EM niet zo verschillend qua rendement in de loop van de tijd. In bepaalde jaren zie je wel verschillen, bijvoorbeeld als een ESG-fonds geen fossiele brandstoffen aanhoudt en grondstoffen het goed doen, maar gemiddeld zijn ze vergelijkbaar. Soms kunnen ideosyncratische landenfactoren rendementsverschillen veroorzaken. Toch zou ik niet zeggen dat er een noodzakelijk rendementsverlies is als gevolg van het nastreven van een ESG-strategie op de lange termijn.'

**Friederich:** 'Ons impact investing-team is heel duidelijk: je mag geen rendement opofferen voor duurzaamheid. Je kunt rendement genereren en impact maken. Wij combineren intern goedgekeurde use-of-proceed gelabelde obligaties met reguliere EM-obligaties van ESG-leiders.'

**Zien jullie in de praktijk ook politieke tegenwind?**

**Drijkoningen:** 'Wij blijven daar redelijk buiten, met een onderscheid. ESG-risico's zijn vaak financieel relevant, oftewel 'materieel', dus je moet ze meenemen in je investeringsproces. Dat is geen politieke stellingname, maar een logische en noodzakelijke risicobeoordeling. In emerging markets is het zonneklaar dat de kwaliteit van governance, sociale cohesie, gezondheid, onderwijs, allemaal ESG-gerelateerd, direct van invloed zijn op de kredietkwaliteit. Daarnaast hebben we ook klanten die willen dat we duurzaamheids-criteria opnemen bovenop de financiële doelstellingen. We zijn in staat om daarvoor te zorgen.'

**Van Wersch:** 'Bij met name frontier markets speelt de complexe afweging tussen landenrisico in brede zin en de impactmogelijkheden die zich voordoen in bijvoorbeeld de energietransitie.' ■

## IN HET KORT

De EMD-markt heeft een omvang van circa \$ 42 biljoen en groeit met gemiddeld 14% per jaar, met name door uitgifte in lokale valuta en bedrijfsobligaties. Het grootste deel van de markt is off-benchmark.

Als je echt impact wilt maken op het gebied van duurzaamheid of de energietransitie, dan helpt het om in frontier markets te investeren.

China neemt zowel qua omvang als qua geopolitieke risico's een bijzondere positie in. In de afgelopen jaren is de groei van China vertraagd, terwijl die in de opkomende landen vrij robuust was.

Actieve managers in EMD presteren gemiddeld beter dan passieve managers. Dit komt mede door flexibiliteit, belastingoptimalisatie en betere positionering rond rebalancing.

Het is mogelijk om duurzaam in emerging markets te beleggen zonder in te leveren op rendement. Je kunt rendement genereren en impact maken.

# Opkomende markten onder Trump 2.0: debt met potentieel

In een wereld die steeds onvoorspelbaarder wordt, kunnen schulden uit opkomende markten een aantrekkelijk toevluchtsoord zijn voor beleggers. Ze bieden diversificatie, minder afhankelijkheid van ontwikkelde economieën, en kansen op rendement.

Door Neeraj Arora

Tot voor kort zag de wereld-economie er verrassend veerkrachtig uit. De groei bleef op peil, de inflatie daalde geleidelijk – wat ruimte gaf voor renteverlagingen – en zelfs de Chinese economie trok aan. Maar de recente verhoging van Amerikaanse import-heffingen heeft deze relatief gunstige uitgangspositie op losse schroeven gezet. Hoe groot de impact wordt, hangt vooral af van de reikwijdte en de duur van deze maatregelen.

Opkomende landen – met uitzondering van China – zullen waarschijnlijk eerst de diplomatieke kaart trekken alvorens te reageren met eigen importheffingen. De meest waarschijnlijke reactie is een combinatie van renteverlagingen en extra overheidsuitgaven om de binnenlandse economie te ondersteunen. Als gevolg daarvan kan de Amerikaanse economie verzwakken, wat de dollar onder druk zet. Die combinatie van tragere groei en beleidsmatige onzekerheid

kan beleggers ertoe aanzetten hun geld weg te halen uit de VS en elders te beleggen – een trend die ertoe kan leiden dat de dollar nog verder zal verzwakken. En een zwakkere dollar is doorgaans gunstig voor assets in opkomende markten.

## Sterke fundamenten

Hoewel een strengere Amerikaanse handels-politiek op het eerste gezicht bedreigend lijkt, is het effect op de kredietwaardigheid van opkomende markten vermoedelijk beperkt. Ja, bij een wereldwijde groeivertraging zullen de risico-premies toenemen – maar dat geldt voor alle kredietmarkten. Veel opkomende landen hebben echter voldoende beleidsruimte om de klap voor hun economie te verzachten: via renteverlagingen, via gerichte overheidsstimulering, of via een gecontroleerde verzwakking van hun munt indien nodig.

Bovendien is het goed om in herinnering te brengen dat tijdens de eerste ambts-termijn van president Trump – ondanks zijn America First-beleid – de rendementen op emerging market debt (EMD) bijzonder sterk waren. Ook van belang: historisch gezien presteren deze markten doorgaans goed in de jaren na een

eerste renteverlaging door de Amerikaanse centrale bank (de Fed). Voeg daar de huidige hoge aanvangsrendementen aan toe, en het vooruitzicht voor het totaalrendement op de middellange termijn oogt behoorlijk gunstig.

## Gezonde basis

Ondanks de geopolitieke spanningen en de economische onzekerheid zijn de onderliggende fundamenten van opkomende markten robuust. De externe posities zijn gezond: als groep boeken deze landen een positief 'basissaldo' – de som van hun lopende rekening en directe buitenlandse investeringen – en beschikken ze over ruime buitenlandse valuta-reserves.

Daarnaast is het aandeel van hun schulden in vreemde valuta relatief laag. Dat maakt deze landen minder kwetsbaar voor een dure dollar of stijgende internationale rentes. De meeste opkomende landen hanteren flexibele wisselkoersen, wat helpt om externe schokken op te vangen. Een lichte daling van de eigen munt kan bovendien helpen om het effect van handelsbelemmeringen te verlichten.

Ook op begrotingsvlak zijn er positieve ontwikkelingen: veel landen werken actief

FIGUUR 1: EM GROWTH REMAINS RESILIENT



Bron: J.P. Morgan

## ‘Ondanks de geopolitieke spanningen en de economische onzekerheid zijn de onderliggende fundamenten van opkomende markten robuust.’

aan het terugdringen van hun primaire tekorten (begrotingstekort exclusief rentelasten), wat helpt om de overheidsschuld op termijn te stabiliseren.

### Kiezen is cruciaal

Maar waar vind je als belegger nu de meeste waarde in het zeer brede universum van emerging markets? De voorkeur kan het beste uitgaan naar landen met sterke macro-economische fundamenten, zoals Chili en Polen. Economieën die dit hebben, zijn veelal beter bestand tegen wereldwijde schokken.

Ook interessant zijn de landen die hun externe balans op orde brengen en hervormingen doorvoeren om de economische groei te verbeteren. Deze landen, die nu vaak een BB-kredietbeoordeling hebben, kunnen daardoor op termijn door-groeien en een opwaardering naar ‘investment grade’ krijgen. Denk aan Costa Rica, de Dominicaanse

Republiek en Paraguay in Latijns-Amerika. In Europa is Servië een goed voorbeeld van een land dat de balans verbetert en hervormingen doorvoert. In Noord-Afrika is Marokko een positief voorbeeld.

Daarnaast speelt duurzaamheid een steeds grotere rol. Bij het integreren van ESG-criteria in het selectieproces blijkt dat landen als Costa Rica, Chili en Marokko op dit vlak een duidelijke vooruitgang laten zien.

Bedrijfsobligaties uit opkomende markten bieden extra spreiding en kunnen het rendement versterken. Daarbij is een zorgvuldige selectie essentieel: de voorkeur gaat uit naar bedrijven met gezonde en verbeterende kredietkenmerken, bij voorkeur in defensieve sectoren of ondernemingen die gericht zijn op export in stabiele landen zoals Chili, Mexico, Polen, Indonesië en India. Een goede spreiding over

sectoren en regio's blijft essentieel, zoals altijd in opkomende economieën.

Ook lokale valuta-obligaties bieden kansen. De aantrekkelijkste zijn te vinden in landen met hoge rentes, een afkoelende inflatie en ruimte voor monetaire versoepeling – zoals Tsjechië, Polen, India en Mexico. Beleggers kunnen bovendien beslissen om het valutarisico af te dekken als ze minder vertrouwen hebben in de munt, en zich zo volledig richten op de onderliggende obligaties.

### Tijd voor heroverweging

Het geloof in ‘American exceptionalism’ als belangrijk thema in de markten neemt af en dit kan grote gevolgen hebben voor de wereldwijde allocatie van kapitaal. Tijdens Trump 1.0 leek het er even op dat opkomende markten uit de gratie zouden raken, maar de realiteit bleek anders en de rendementen waren goed. Ook nu lijken deze markten klaar voor een comeback.

EMD biedt beleggers diversificatie, omdat het een relatief lage correlatie heeft met Amerikaanse en Europese staatsobligaties. Als de dollar verzwakt, zoals te verwachten is bij verdere renteverlagingen van de Fed, kunnen valuta's van opkomende markten sterker worden – wat het totaalrendement verder vergroot.

Toegegeven: de waarderingen op de wereldwijde obligatiemarkten zijn niet laag, ook niet in opkomende markten. Maar het aanbod in dit segment is breed en de verschillen tussen landen groot. Juist daarom maken actief beheer, zorgvuldige selectie en spreiding op dit moment het verschil. ■



**Neeraj Arora**

Portfolio Manager Fixed Income,  
MFS Investment Management

## IN HET KORT

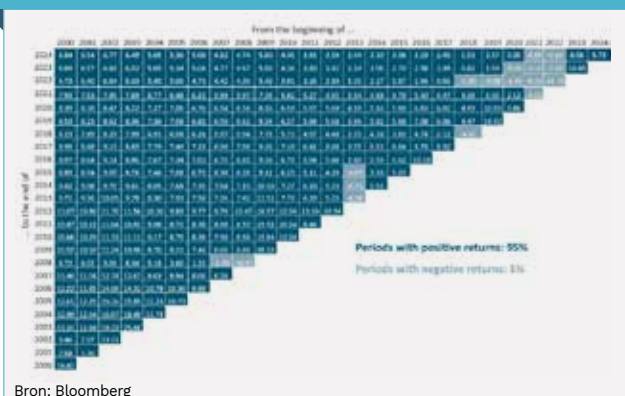
In een volatiele wereld zijn schulden uit opkomende markten een aantrekkelijk toevluchtsoord voor beleggers.

Tijdens Trump 1.0 waren de rendementen op EMD bijzonder sterk – ondanks zijn America First-beleid.

Hoewel een strengere Amerikaanse handelspolitiek op het eerste gezicht bedreigend lijkt, is het effect op de kredietwaardigheid van opkomende markten vermoedelijk beperkt.

EMD biedt diversificatie, omdat het een relatief lage correlatie heeft met Amerikaanse en Europese staatsobligaties.

**FIGUUR 2: THE CASE FOR A LONG-TERM STRUCTURAL ALLOCATION TO EMD**



# Potentieel Development Finance en Blended Finance nog onderschat

Opkomende landen kampen met een structureel tekort aan kapitaal om klimaatoplossingen en andere duurzame doelen te financieren. Steeds vaker komen daarom financieringsstructuren in de belangstelling die publiek, semi-publiek en privaat kapitaal samenbrengen: Development Finance en Blended Finance. Tijdens een recent webinar ging Financial Investigator dieper in op deze financieringsvormen.

Door *Esther Waal*

Olivier Cassin van bfinance, Elvira Eurlings van ILX Management en Leticia Ferreras Astorqui van Allianz Global Investors namen als experts deel aan het webinar.

## Wat is Development Finance?

**Elvira Eurlings:** 'Development Finance gaat om het financieren van bedrijven, projecten of banken die een aanzienlijke impact hebben op de economische ontwikkeling in opkomende en ontwikkelingslanden. Dit type financiering wordt vaak verstrekt door multilaterale ontwikkelingsbanken (MDB's) en Development Finance-instellingen (DFI's). Kenmerkend is dat de leningen altijd gepaard gaan met voorwaarden en contractuele waarborgen om de financiële gezondheid van de eindleners te waarborgen.'

## Is Blended Finance een sub-asset class?

**Leticia Ferreras Astorqui:** 'Blended Finance is geen aparte asset class, maar een techniek binnen het bredere kader van Development Finance. Veel institutionele beleggers willen bijdragen aan duurzame ontwikkeling en hun portefeuille diversifiëren, maar vinden de risico's van opkomende markten vaak te hoog. Blended Finance biedt hiervoor een oplossing door partnerschappen te creëren tussen overheden en beleggers, waarbij overheidsinstellingen een vorm van risicobe-

perking of kredietverbetering bieden, bijvoorbeeld via een 'first loss'-component. Zo kunnen beleggers toch investeren in opkomende markten zonder volledig blootgesteld te zijn aan de daar heersende risico's.'

## Hoe staan institutionele beleggers tegenover deze financieringen?

**Olivier Cassin:** 'Het wordt nog onderschat door institutionele beleggers, maar we zien steeds meer interesse. Daarom zijn we vorig jaar begonnen met het onderzoeken van deze vormen van financiering. We denken dat ze potentieel hebben.'

**Eurlings:** 'De argumenten voor Development Finance voor onze investeerders zijn helder: enerzijds een degelijk financieel rendement, anderzijds een maatschappelijk rendement.'

**Ferreras Astorqui:** 'Er zijn nog twee andere belangrijke aspecten die Blended Finance en Development Finance aantrekkelijk maken voor institutionele beleggers. Ten eerste is de behoefte aan kapitaal in opkomende markten groot, of het nu gaat om duurzame ontwikkeling, economische groei of ondersteuning van de klimaattransitie. Dit biedt beleggers niet enkel een eenmalige, maar een schaalbare investeringsmogelijkheid. Ten tweede speelt Blended Finance in op de verhouding tussen risico, rendement en impact. Voor beleggers die terughoudend zijn om te investeren in sub-investment grade EMD, biedt Blended Finance een laagdrempeliger alternatief. Dankzij structuren zoals de first-loss-bescherming of garanties vanuit publieke partners, kan Blended Finance institutionele beleggers een investment grade risicoprofiel bieden. Daarnaast maakt Blended Finance het mogelijk om te diversifiëren naar opkomende markten.'

**Cassin:** 'Deze strategieën zijn inderdaad effectief in het mobiliseren van privaat kapitaal voor duurzame projecten in ontwikkelingslanden, vooral in landen met een laag of middeninkomen. Beleggingen in leningen via DFI's en MDB's zijn minder volatiel en cyclisch dan andere sub-investment grade assets. De risico's worden voor een groot deel gedempt door de betrokkenheid van MDB's en DFI's. Deze instellingen spelen een cruciale rol bij het structureren, ondertekenen en beheren van de leningen. Daardoor wordt het kredietrisico, inclusief de kans op wanbetaling, beperkt. Daarnaast zorgen MDB's ook voor politieke risicobeperking. Wel is het valutarisico een belangrijk aandachtspunt. In perioden van valutastress is het cruciaal dat

fondsmanagers dit risico actief en adequaat beheren.'

### Wat zijn de verwachte rendementen voor Development Finance en Blended Finance?

**Eurlings:** 'De historische rendementen van deze asset class bestaan over de afgelopen 30 jaar doorgaans uit een variabele risicovrije rente plus 400 tot 500 basispunten.'

**Ferreras Astorqui:** 'De beoogde rendementen worden bepaald door de investeringen te vergelijken met bijvoorbeeld de Emerging Market-index met een investment grade-profiel, en door daarbij een extra rendement op te nemen dat beleggers compenseert voor de illiquiditeits- en complexiteitsrisico's die ermee gepaard gaan.'

### Waar past deze beleggingscategorie in de portefeuille?

**Cassin:** 'We spreken hier over langetermijn-investeringen, vaak met looptijden van 10 tot 15 jaar, wat ze bijzonder geschikt maakt als aanvulling binnen de private credit-portefeuilles van institutionele beleggers. Voor grote en middelgrote pensioenfondsen zien we hier een rol, omdat deze strategieën als sterke diversificatie-instrumenten kunnen fungeren. Ondanks de beperkte beschikbare trackrecords, hebben we een rendement van ongeveer 4% boven SOFR waargenomen, met wanbetalingspercentages tussen de 3% en 5% en terugvorderingspercentages van 75% tot 80%, wat wijst op een solide illiquiditeitspremie. Daarnaast gaat het om impact-beleggingen, vaak in ondergefinancierde landen en sectoren. Dat zorgt niet alleen voor geografische diversificatie, maar ook voor diversiteit in het type projecten. Denk aan duurzame infrastructuur, energie of andere ontwikkelingsgerichte sectoren. Die combinatie van spreiding, impact en structuur kan het aantrekkelijk maken voor pensioenfondsen, en dankzij de risicobeperkende kenmerken van Blended Finance, ook voor verzekeraars.'

### Is het een impactinvestering?

**Eurlings:** 'Ja, absoluut. De MDB's leveren ons gedetailleerde en gestructureerde impactdata op kwartaalbasis. Zo krijgen we heldere rapportages bij leningen aan banken met specifieke doelen, bijvoorbeeld het financieren van vrouwelijke ondernemers. Bij projecten rond zonne- en windenergie ontvangen we gegevens over vermeden CO<sub>2</sub>-uitstoot en ondersteunde werkgelegenheid, en bij bedrijven over waterverbruik. Deze impactresultaten zijn contractueel vastgelegd tussen MDB's

en eindklanten, wat zorgt voor transparantie en verantwoording.'

**Cassin:** 'Niet alle producten zijn hetzelfde, en ook niet alle claimen impact te maken. Sommige vallen bijvoorbeeld niet onder artikel 9, maar dat is voor ons niet per se doorslaggevend. Waar wij ons op richten, zijn intentionaliteit en additionaliteit. DFI's richten zich expliciet op ontwikkelingsimpact – of het nu gaat om het creëren van banen, financiële inclusie, hernieuwbare energie of voedselzekerheid. Er zijn goede argumenten voor de toegevoegde waarde die zij leveren, aangezien intentionaliteit niet alleen aanwezig is, maar het fundament vormt van elke investeringsbeslissing die een DFI neemt.'

### Wat valt er te zeggen over additionaliteit en meetbaarheid?

**Ferreras Astorqui:** 'Het verschaffen van liquiditeit in kapitaalschaarse markten is op zichzelf al een vorm van additionaliteit. Maar via Blended Finance en Development Finance kan daadwerkelijk worden bijgedragen aan het dichten van het aanzienlijke financieringstekort, met name rond klimaattransitie en duurzame infrastructuur. Samenwerking met DFI's en multilaterale instellingen is cruciaal. Impact en additionaliteit meten is complex, maar onmisbaar – niet alleen om verantwoording af te leggen, maar ook om te bepalen waar ons kapitaal het meeste verschil kan maken.'

### Wat is de impact van de wereldwijd verminderde aandacht voor duurzaamheid en klimaat?

**Ferreras Astorqui:** 'We zien inderdaad verminderde betrokkenheid van bepaalde overheden en ontwikkelingsorganisaties, wat de noodzaak benadrukt om meer privaat kapitaal te mobiliseren. Gelukkig blijven veel institutionele beleggers zich actief inzetten voor klimaatdoelen en decarbonisatie, ondanks geopolitieke verschuivingen. Dat geeft hoop en onderstreept het belang van innovatieve vormen van samenwerking tussen publiek en privaat kapitaal.'

**Eurlings:** 'Publieke financiering staat onder druk. In regio's zoals Azië, waar groei vooral door binnenlandse vraag wordt gedreven, en in delen van Afrika, zoals Oost-Afrika, zien we echter sterke groeivoorzichten, zeker ook voor private sector-financiering. Ook in Latijns-Amerika blijven er kansen, ondanks mogelijke effecten van het Amerikaanse beleid. We zijn dus optimistisch over de investeringskansen.' ■



#### VOORZITTER

Harry Geels

Senior Investment Advisor,  
Auréus



Olivier Cassin

Managing Director, Head of  
Investments and Research,  
bfinance



Elvira Eurlings

Chief Investment Officer,  
ILX Management



Leticia Ferreras Astorqui

Director, Development Finance  
& Impact Credit, Allianz Global  
Investors

# A shift in EM fixed income strategies

Evolving economic factors have increased the appeal of EM sovereign debt over EM corporate bonds.

By Mauro Favini

In August 2022, a difficult year for emerging markets (EM) and risk assets, we made the case for EM corporate debt, citing strong fundamentals and attractive valuations. However, we now believe that the outperformance of EM corporates over EM sovereign credit has ended.

EM corporates have outperformed their sovereign counterparts since 2022, supported by greater spread compression and a shorter duration profile.

We are entering a new macroeconomic regime of slower growth due to tariffs and other uncertainties, while EM corporate valuations have reached very tight levels. We explore the potential benefits of investing in EM sovereign debt relative to EM corporate bonds.

**EM sovereign debt offers higher spreads and longer duration than EM corporates**  
EM sovereigns offer a unique combination of higher spreads and longer duration relative to EM corporates, with an attractive all-in yield of 7.78% and a duration of 6.6 years<sup>1</sup> – giving EM

sovereigns an edge during market stress and risk-off sentiment. EM corporates offer a lower all-in yield of 6.77% and a shorter duration of 4.2 years<sup>1</sup>, with less spread compression potential.

When interest rates rose, the shorter duration profile of EM corporates benefitted investors. We believe this tailwind has passed, and we now prefer longer-duration assets like EM sovereigns.

## Fundamentals shift?

Before the Global Financial Crisis, the private sector was highly leveraged, making financial markets vulnerable. Amid the economic turmoil, the public sector intervened

to stabilise economies via quantitative easing and extensive bailouts. Financial repression was revived as governments implemented strategies to stimulate the private sector. Since 2008, central banks and governments implementing measures to foster corporate investment and economic recovery.

This improved the overall quality of corporate balance sheets over the past decade. However, there is the potential for structural change as the pendulum swings from strong corporate balance sheets to stronger sovereign balance sheets.

Since the end of the Covid-19 pandemic, EM sovereign fundamentals have been improving, with upgrades outpacing downgrades among EM sovereign issuers at a rate of 2:1 in 2024<sup>2</sup> – the highest ratio in ten years.

Looking at EM corporates, while balance sheets remain healthy, optimism has likely peaked. Sectors such as energy, industrials, automotives and chemicals have been deteriorating due

to the economic slowdown in Europe and overcapacity in China, which is adding leverage and putting pressure on prices.

The new tariffs implemented by the US administration have only added to these challenges, raising the critical question: will EM firms absorb the extra costs of the tariffs, or will they pass them along to consumers through higher prices?

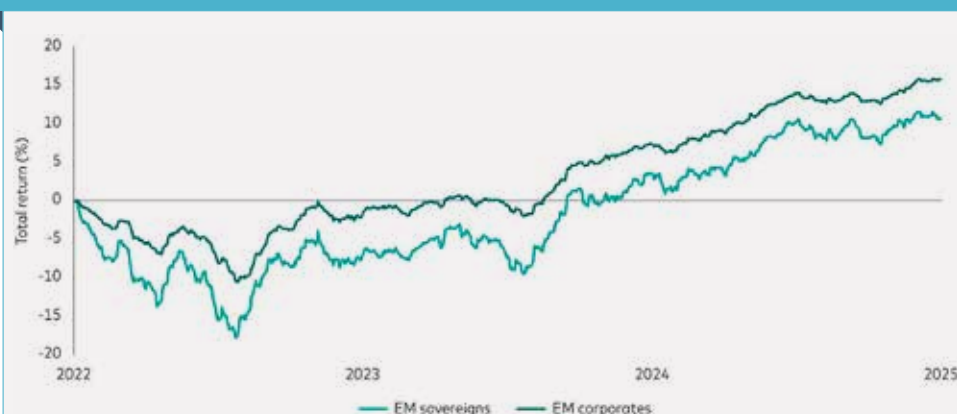
Recent data from the US suggest consumer confidence is waning – making it difficult for companies to pass along the costs of tariffs through higher prices, potentially putting pressure on EM firms' profit margins and leading to a deterioration in EM corporate balance sheets.

## EM corporates look relatively expensive

Currently, EM corporate spreads are at historically tight levels – while EM sovereign debt spreads are priced closer to their long-term averages.

As EM corporate valuations have compressed at a faster rate than their sovereign counterparts, the spread

**FIGURE 1: TOTAL RETURN FOR EM CORPORATE BONDS COMPARED WITH EM SOVEREIGN DEBT**



Source: Bloomberg, for the period 1 January 2022 to 31 March 2025. Indices used: EM sovereigns: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index; EM corporates: J.P. Morgan CEMBI Global Diversified Index.

## ‘EM sovereigns offer a unique combination of higher spreads and longer duration relative to EM corporates.’

differential between the asset classes has increased over the last 15 years – leading to sovereign debt looking more attractively priced, on a relative – value basis, in the current market.

### Sovereigns offer a better liquidity profile

While the liquidity profiles of EM sovereigns can vary widely, EM corporates do not usually benefit from the same level of liquidity as EM sovereigns.

EM sovereign issuers typically have well-developed bond yield curves with large issues at varying maturity points. A typical EM sovereign issuer has six bonds outstanding, with an average issuance size of approximately \$ 1.2 billion. Meanwhile, the average EM corporate issuer has two bond issues outstanding, with an average issuance size of approximately \$ 600 million.

In the event of a sell-off, EM corporates can face greater liquidity challenges than EM sovereigns. At current valuations, we do not believe that investors are being fully compensated for the additional liquidity risk of EM corporates.

### Different default dynamics

Both EM sovereigns and EM corporate issuers might be subject to periods of distress leading to large drawdowns and, sometimes, defaults. Although we do not anticipate an increase in defaults, it is worth highlighting the differences in default dynamics and recovery rates between the two asset classes.

EM sovereign defaults tend to be slower and more predictable, often due to prolonged economic mismanagement, and EM sovereign issuers usually have access to multilateral

aid and additional time to work out a solution with their creditors. Corporate defaults, however, can be sudden, triggered by company-specific risks like fraud or governance issues.

Since 2008, EM sovereigns that have entered default had higher recovery rates (56%) versus EM corporates (34%), primarily due to multilateral support and more standardised resolution processes, whereas corporate defaults involved more legal complexities.

### An attractive long-term opportunity

Given the current macroeconomic environment of slower growth and tight EM corporate valuations, we believe a broad exposure to EM sovereigns offers investors a better chance of long-term investment success, providing better valuations, higher liquidity and improving fundamentals when compared with EM corporates. ■



**Mauro Favini**

Portfolio Manager, Vanguard Fixed Income Group

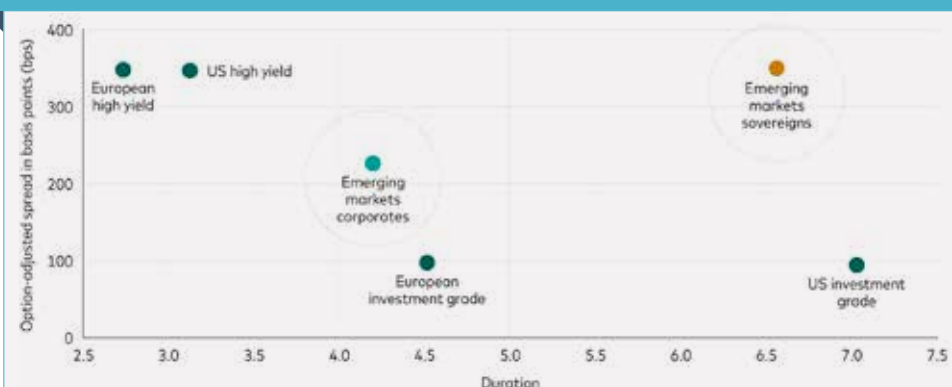
## SUMMARY

An uncertain macro-economic backdrop characterised by slower growth due to tariffs and other uncertainties, along with very tight EM corporate debt valuations, have increased the appeal of EM sovereign debt over EM corporate bonds.

EM sovereigns offer a combination of higher spreads and longer durations than EM corporates, which offer improved downside mitigation in periods of market stress and risk-off sentiment.

EM sovereign bonds have better liquidity profiles and higher default recovery rates than EM corporates.

**FIGURE 2: OPTION-ADJUSTED SPREADS AND DURATIONS FOR VARIOUS TYPES OF DEBT**



Source: Bloomberg, per 19 March 2025. Indices used: US high yield: ICE BAML US High Yield Index; European high yield: ICE BAML European High Yield Index; European investment grade: Bloomberg Euro Aggregate Corporates Index in EUR; US investment grade: Bloomberg Global Aggregate Corporates US Dollar Index; EM hard currency sovereigns: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index; EM corporates: J.P. Morgan CEMBI Global Diversified Index.

# What do Emerging Markets offer investors?

Emerging Markets have long provided investors with an exciting opportunity for successful returns and a portfolio diversifier. Together, they include six billion people, account for half of global economic growth, and are growing at a faster rate than their more developed counterparts.

By John Ewart

However, over the past 10 years, the performance of broad-based emerging market indices has not reflected this opportunity. The composition of an index will change over time, and the last 10 years have witnessed considerable rotation amongst listed companies. China has remained the largest country within the MSCI EM index, but the dominance of state-owned banks and oil companies has given way to IT giants such as Tencent and Alibaba.

The deregulation of industries, and the emergence and rapid growth of e-commerce has resulted in many new companies being listed across the region. These new businesses, with superior financial returns and more attractive growth prospects, have been rewarded with higher valuations and escalating share price performance.

Emerging markets are not homogenous; they include diverse countries at very different stages of economic development. For investors,

the structural opportunity is to be found in consumer aspirations (better food, housing, transport, health-care, education, and entertainment) as they become wealthier and have more disposable income. This trend is identifiable as, at around \$ 3,000 GDP per capita, people tend to start eating out (India), at \$ 5,000 - \$ 10,000 there is better access to financial services (Indonesia), between \$ 10,000 and \$ 20,000 it is healthcare, retail and cars (Brazil, China), and over \$ 30,000 it becomes foreign travel, technology and luxury goods (Korea, Taiwan). As these countries develop, companies that cater to the expanding urban middle class, people with higher education, formal employment opportunities and access to finance, are well-positioned for long-term growth, particularly those operating in countries with pro-business policies.

How the EM consumer makes purchases is also changing. Demand for organised retail space is increasing across India's largest cities as formal

retail gains traction. Access to technology has spurred the growth of e-commerce platforms.

There are over two billion Millennials and Gen Z consumers in emerging markets, spurring many companies to emulate the business models so successfully created by Tencent in China, SEA Limited in Southeast Asia or MercadoLibre in Brazil. E-commerce in India is just beginning.

Focusing on the consumer can also offer more predictability of outcomes, which can leverage alpha opportunities. For example, it is much harder to predict the price of oil over the coming year versus the certainty that there will be more motorcycles on the roads of emerging markets. India's motorcycle and car market continues to attract new customers.

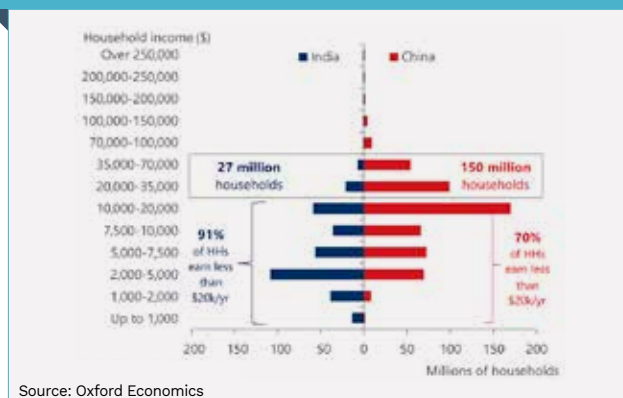
Over the next ten years, one of the overarching themes will be the emergence of India as the third largest economy, and the source of much of the world's growth. The country is predicted to grow between 6-7% annually over the coming years, with GDP per capita rising to \$ 4,000 by 2029, representing a doubling since 2020. It is the secure

middle classes that drive spending. The top 40% of the income bracket spends \$ 600 billion per year and this is rising by around \$ 50 billion per year. Comparing household income with that of China shows there is some way to go.

There is another key factor driving growth in emerging markets: the trade between them. Increasingly integrated and less dependent on the shipment of cheap manufactured goods to developed markets, data shows that from 1995 to 2022, this trade increased at an annual rate of 9.7%. In particular, intra-regional trade in Asia is approaching 60% of its total. Intra-Asia FDI is following suit with many companies building regional production capacity for higher-value products. Samsung in Thailand and Vietnam, Suzuki with local partner Maruti in India, and BYD in Indonesia being recent examples.

Chinese electric vehicles (EVs) are gaining traction throughout Southeast Asia because they offer a quality product, are competitively priced, and contain world leading technology. These companies are also building local production capacity, reducing barriers to entry

**FIGURE 1: INDIA & CHINA – HOUSEHOLD INCOME DISTRIBUTION 2024**



and the impact of cross-border tariffs. China is fast becoming an auto export powerhouse, and companies have ambition beyond the Asian region as new car plants in Eastern Europe enable expansion into the wealthier Western Europe customers.

The last decade has seen an acceleration in the adoption of many products and services that the global population use on a daily basis. The smartphone is an obvious example with Apple Pay, Netflix, Spotify and many other apps now ingrained in consumer behaviour on a daily basis. The technology development is not the preserve of one country, as 'designed in California, assembled in China' testifies, and arguably should include 'by semiconductor chips designed in Korea and made in Taiwan using Dutch equipment'.

TSMC is the global leader in the advanced semiconductor chip production with an estimated share exceeding 90%. Korean SK Hynix has an estimated 70% global market share in the production of high bandwidth memory semi chips, which enable faster processing with less power consumption. And

ASML of the Netherlands is the global leader in the design and manufacture of lithography systems for the semiconductor industry.

We may all enjoy the end product, but technology product design, development and manufacture require a complex chain of suppliers, and these companies have developed their leading industry position over decades. The ability to build a competitive moat and sustain industry leadership requires continuous innovation and a balance sheet to support the increasing costs of R&D, as the estimated \$150 billion cost of the planned TSMC plant in Arizona highlights.

Competition can be prohibitively expensive, and a leading industry player can secure a financially rewarding advantage for many years, which unsurprisingly can be satisfying for investors.

Identifying the dominant player, or the likely contender, is an important component in selecting companies to consider for portfolio inclusion. Established management teams, strong cash generation, and visibility of the revenue and profit outlook are all key

factors in our selection process. There are good reasons why a company will grow faster than the broader industry, and why the business has a competitive advantage, hence deserving a higher multiple as the management execute their plan.

We are not looking to invest in the 'market'. The successful strategy is to adopt an active selection of country and industry allocation, and, importantly, invest in companies that trade at an attractive multiple that reflects the competitive advantage and growth prospects of the company.

The evidence to support this approach has been reflected in the performance of our strategy since inception. The US equity market performance has been impressive and supported by various factors including the growth of the IT Industries in recent years. The EM index and other regional returns may have been limited, but an active management approach has delivered attractive returns for long term investors. A process should evolve to reflect the changing world, but the fundamental investment principles will remain. ■



**John Ewart**

Investment Director, Aubrey Capital Management

## SUMMARY

Emerging markets offer long-term growth, driven by urbanisation, rising incomes, and a young population.

Consumer demand across income brackets (food, healthcare, travel) is a key structural opportunity.

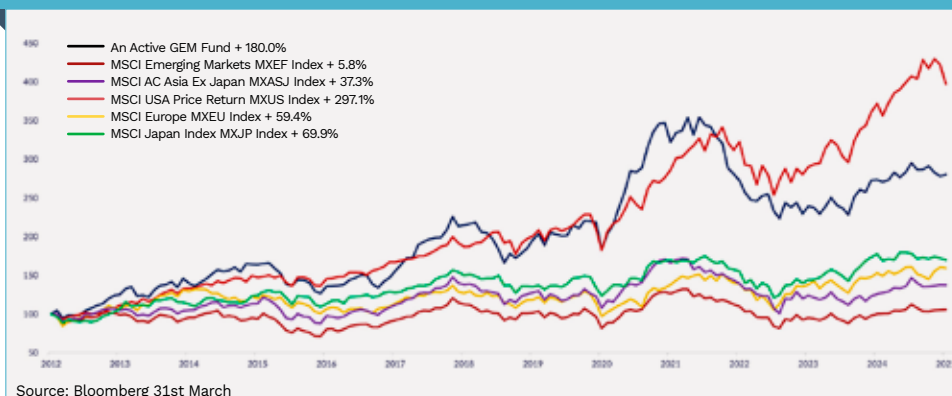
E-commerce and tech adoption are surging, especially in India and Southeast Asia.

Intra-EM trade and local manufacturing are expanding rapidly.

Active stock selection targeting strong, dominant companies outperforms passive EM indices.

India is poised to become a major global growth engine this decade.

**FIGURE 2: INDICES**



# Nieuwe kansen in Emerging Market Equity door geopolitieke ontwikkelingen

Door Manno van den Berg Fotografie Cor Salverius Fotografie



Emerging markets bleven de afgelopen jaren achter bij de Amerikaanse aandelenmarkt. Landen zoals India boden nog enige hoop, maar veel beleggers spreken van een verloren decennium voor de hele beleggingscategorie. Gaat dat tij keren? Zorgen lage waarderingen in onder meer China en Latijns-Amerika voor een goed instapmoment? Welke kansen bieden deze markten?

Emerging markets zijn terug op het netvlies van beleggers, al was het alleen al wegens de disruptieve lawine aan importtarieven vanuit het Witte Huis, waar president Trump handelstekorten wil terugdringen om 'Amerika weer groot te maken'. Maar ook omdat de waarderingen van aandelen er na een langdurige relatief zwakke periode interessant uit beginnen te zien.

Hoe zal het emerging markets vergaan in Trumps nieuwe wereldorde? Krijgen we een tweede Plaza-akkoord, dat in 1985 de waarde van de dollar zo'n beetje halveerde? Wat is de impact van een zwakkere dollar op opkomende landen? Deze en andere vragen kwamen aan bod tijdens de Ronde Tafel 'Where are the Opportunities in Emerging Market Equity?'. Financial Investigator nodigde acht experts uit.

De deelnemers aan de Ronde Tafel – vier in de statige bestuurskamer van De Burcht van Berlage in Amsterdam en vier online – waren het over één zaak eens: de Verenigde Staten spelen een gevaarlijk pokerspel met de wereld, met als inzet een stelselverandering in de globale economie. Of dat lukt, is onzeker. Maar feit is wel dat beleggers minder op oude zekerheden – zoals de VS als vluchtheuvel in crisistijden – kunnen vertrouwen.

Discussieleider Han Dieperink, Chief Investment Officer bij Auréus, gooide wat

dit laatste betreft direct de knuppel in het hoenderhok: gedroegen de Verenigde Staten zich begin april niet als een opkomende markt, waar alles tegelijkertijd onderuit kan gaan? Normaal stijgt de dollar en dalen de rentes bij stress, maar in april was het precies andersom: de dollar zakte weg en rentes stegen, omdat ook staatsobligaties (en andere assets) in waarde daalden.

### **Dat was een ongekende combinatie. Is een structurele terugval van de dollar aanstaande? Koersen we af op een nieuw Plaza-akkoord?**

**Thomas Kieselstein:** 'Dat verwacht ik niet. Vóór het Plaza-akkoord was de dollar begin 1980 met bijna 100% in waarde gestegen. De huidige situatie is minder extreem. Echter, de Amerikaanse regering lijkt bijzonder vastberaden om een lagere wisselkoersverhouding te bereiken, en dat is door de markten misschien enigszins onderschat. Ik verwacht een zwakkere dollar, maar niet in dezelfde mate als in de jaren tachtig.'

**Ramon Tol:** 'De dollar zal waarschijnlijk verzwakken. De VS heeft enorme begrotingstekorten én een tekort op de lopende rekening. Hoe lang is dat houdbaar? Leiden deze tekorten, in combinatie met het presidentschap van Trump, niet automatisch tot kapitaaluitstroom, met als gevolg een zwakkere dollar?'

**Tom Niemans:** 'Recente handelsontwikkelingen hebben onzekerheid gecreëerd, waarbij het moeilijk is voor beleggers om de daadwerkelijke effecten te kunnen inprijzen. Die onzekerheid heeft ook effect op het vertrouwen van consumenten en bedrijven. Dus de mogelijke voordelen van een zwakkere dollar kunnen teniet worden gedaan door tragere economische groei.'

**Cemre Demirkazik:** 'De Amerikaanse dollar zal verder verzwakken, en wel via marktwerking. Wij verwachten dat renteverschillen zullen leiden tot een zwakkere dollar – de Fed zal de rente verlagen in reactie op de vertragende conjunctuur – en dat zal lokale valuta in opkomende markten ondersteunen, en daar ook zorgen voor hogere aandelen-

### **Voorzitter:**

**Han Dieperink,**  
Auréus.

### **Deelnemers:**

**Cemre Demirkazik,**  
Carmignac  
**Weichen Ding,**  
bfinance  
**Thomas Kieselstein,**  
Quoniam Asset Management  
**Samuel Lo,**  
Morningstar  
**Tom Niemans,**  
Goldman Sachs Asset Management  
**Andrea Salvatori,**  
Amundi  
**Ramon Tol,**  
Achmea Investment Management



### **VOORZITTER**

Han Dieperink

Han Dieperink is zelfstandig adviseur via zijn bedrijf HD Capital & Advisory. Hij is Chief Investment Officer bij Auréus en Senior Advisor bij BB Capital, een Nederlandse private equity-investeerder. Verder schrijft hij boeken, columns en een wekelijkse nieuwsbrief. Dieperink was tot 2019 Chief Investment Officer van Rabobank en had voor 2010 diezelfde rol bij Schretlen & Co. Daarvoor was hij officier bij de Koninklijke Marine.



**Cemre Demirkazik**

Cemre Demirkazik is Senior Product Specialist, gespecialiseerd in opkomende markten, en co-Head van het team Product Specialists bij Carmignac. Zij begon daar in 2014 als Product Specialist en werd in 2024 benoemd tot Manager van het team. Daarvoor werkte ze bij Aviva Investors en DeriveXperts. Demirkazik is afgestudeerd aan de Université Paris Dauphine en heeft een Master in Economic and Financial Engineering.



**Weichen Ding**

Weichen Ding is Directeur in het Equity-team bij bfinance, gespecialiseerd in onderzoek naar aandelenbeheerders, met focus op aandelenstrategieën voor opkomende markten en kwantitatieve strategieën. Voordat hij bij bfinance kwam, werkte Ding vijf jaar als Manager Research-Analist bij Alvarium Investments. Hij heeft een MSc in Economie van University College London en een BSc in informatiebeveiliging van Fudan University, China.



**Thomas Kieselstein**

Thomas Kieselstein geeft sinds 2023 strategische begeleiding aan Quoniam, met name met betrekking tot het investment proces. Als mede-oprichter en voormalig Chief Investment Officer speelde hij een cruciale rol bij het vormgeven van de ontwikkeling van het bedrijf. Eerder werkte hij bij DZ Bank en Dresdner Investment Group (nu Allianz Global Investors). Hij heeft een diploma in Industrial Engineering van de Universiteit van Karlsruhe (KIT).



**Samuel Lo**

Samuel Lo is Principal, Manager Research bij Morningstar Asia Limited, een dochteronderneming van Morningstar, Inc. Hij maakt deel uit van het cross-border manager research-team en richt zich op aandelenstrategieën in Azië. Voor zijn komst naar Morningstar in 2019 werkte Lo twee jaar als Equity Research Analyst. Hij begon zijn carrière als Securitization Analyst bij Crédit Agricole CIB.



**Tom Niemans**

Tom Niemans is Executive Director en Co-Hoofd van het External Investing Group (XIG) team in Nederland. Hij brengt bijna 15 jaar werkervaring in de financiële sector met zich mee, waarvan 12 jaar met een focus op managerselectie en -monitoring en het adviseren van beleggingsportefeuilles. Niemans is een CFA-charterholder en heeft een Master in International Business van Maastricht University.



**Andrea Salvatori**

Andrea Salvatori is Hoofd van Emerging Market ESG bij Amundi Asset Management en is verantwoordelijk voor het portefeuillebeheer van Global Emerging Market Equity, Latijns-Amerika en enkele ESG-gerichte aandelenstrategieën. Hij speelt een cruciale rol in het integreren van ESG-factoren in investeringsbeslissingen. Eerder was hij onder meer Hoofd van het aandelenonderzoek voor Emerging Markets.



**Ramon Tol**

Ramon Tol was verantwoordelijk voor het opzetten, implementeren en uitvoeren van het managermonitoring en -selectieproces bij Blue Sky Group. Momenteel werkt hij als Senior Portfolio-manager Aandelen bij Achmea Investment Management. Tol spreekt regelmatig op internationale conferenties over managerselectie, monitoring en transitie management en publiceert regelmatig in (academische) tijdschriften en economische tijdschriften.

**‘Ook al willen sommige wereldleiders de spelregels veranderen, er is een bepaalde manier waarop de wereld functioneert en die regels zijn lastig te doorbreken.’**

waarderingen. De dollar blijft belangrijk, maar je kunt beargumenteren dat het belang ervan is afgenomen. Kijk naar de schuld in opkomende markten, vroeger voornamelijk in dollars, maar nu meestal in lokale valuta, met enkele uitzonderingen, zoals Argentinië. De traditionele correlatie tussen een versoepelend Fed-beleid, een verzwakkende dollar en vervolgens goede prestaties van opkomende markten blijft gelden.'

**Waarom leiden Trumps handels-tarieven? Tot een structurele regimeverandering? Een waarbij de dollar minder dominant zal zijn?**

**Andrea Salvatori:** 'De Amerikaanse regering stuurt duidelijk aan op een nieuw regime. Maar Trump streeft wel heel veel doelen na. Een van de redenen dat de markt hem mogelijk heeft onderschat, is dat zijn ambities simpelweg onrealistisch zijn. Het gaat niet alleen om de schaal en impact van wat hij wil bereiken – sommige doelen spreken elkaar ronduit tegen. Bijvoorbeeld het idee dat je met import-tarieven miljarden binnenhardt die de belastingverlagingen financieren, en je tegelijkertijd productie wilt terughalen. Lokale productie levert natuurlijk geen inkomen op uit die tarieven.'

**Weichen Ding:** 'Trump kan inderdaad wel veel willen, maar het wordt lastig om dat allemaal te realiseren. Uiteindelijk zal er een balans komen, maar we zullen moeten dealen met de onbekende gevolgen van al die beslissingen en beleidsmaatregelen. Verwacht daarom veel volatiliteit.'

**Samuel Lo:** 'We kunnen Trump niet voor-spellen, net zomin als president Xi. Daarom moeten we ons richten op de fundamentals die markten op de lange termijn sturen, zoals macro-economie en reserves. Ook al willen sommige wereldleiders de spel-regels veranderen, er is een bepaalde manier waarop de wereld functioneert en die regels zijn lastig te doorbreken. Ja, er zullen verstoringen zijn, maar een echte regimeverandering? Dat is heel moeilijk. Verandering is de enige constante in de wereld, dus het hangt er ook van af hoe je 'regimeverandering' definieert.'

**Salvatori:** 'Misschien komt de echte regimeverandering meer neer op een

## 'De mogelijke voordelen van een zwakkere dollar kunnen teniet worden gedaan door tragere economische groei.'

neerwaartse herwaardering van de nu nog dominante Amerikaanse markt. Als je Nike-schoenen en iPhones in Texas gaat produceren – wat al onwaarschijnlijk is – dan levert dat geen multiple van 30 op. Als wereldwijde beleggers zich gaan aanpassen aan een zwakkere dollar, aan een Amerika dat zich afsluit en productie terughaalt, dan zouden opkomende markten qua beleggersvoorkeur beter kunnen gaan scoren en multiple-expansie behalen.'

**Kieselstein:** 'Als aanvulling daarop: in de VS zagen we een enorme multiple-expansie, terwijl in andere regio's, zoals Europa, juist compressie plaatsvond. De onderliggende reden: de VS is de leider in technologie en daaraan gekoppelde diensten, niet in de productie. De grote vraag is nu of ze die positie houden. Of zal dat leiderschap afbrokkelen?'

## India is een van de best presterende opkomende markten. Is er sprake van een soort 'India-exceptionalisme'? Wat is de impact van het Amerikaanse tarievengeweld?

**Kieselstein:** 'Zoals altijd is het een afweging tussen waardering en groei. Aan de groeikant heeft India veel pluspunten. Demografie is misschien wel de belangrijkste – totaal anders dan in China. India is sterk aan het digitaliseren en betreft de bevolking daar steeds meer bij. Maar inderdaad, de waarderingen zijn aan de hoge kant. India handelt ongeveer op hetzelfde niveau als de VS, en dat is fors voor een opkomende markt. Het value-segment van emerging markets – China maar ook Latijns-Amerika – is nu zó goedkoop, dat ik eerder uit India zou stappen en richting Latijns-Amerika zou kijken. Wat de handelsoorlog aangaat: India is meer afhankelijk van binnen-landse consumptie, dus hogere tarieven zullen de winstgroei waarschijnlijk niet >

veel schaden. Over IT ben ik minder zeker. India exporteert veel IT-diensten, en als wereldwijd iedereen investeringen moet terugschroeven, zie ik die sector niet floreren.'

**Niemans:** 'Er zijn een aantal positieve factoren wat betreft de economie van India. Zo'n 70% van het bbp komt uit binnenlandse consumptie, en dat is zeker onderscheidend. Wat India ook uniek maakt, is dat het diversificatie biedt ten opzichte van andere EM-landen, met andere sectorwegingen – denk aan minder technologie/semi's en e-commerce. India heeft een unieke positie in de wereld-economie. Ze konden steenkool en ruwe olie uit Rusland importeren tegen gereduceerde prijzen. Wat betreft de handelstarieven lijkt India minder aangetast te zijn. In februari waren er al gesprekken met de VS over een bilaterale handelsdeal. India beloofde toen al meer energie in te kopen en meer te besteden aan defensie-uitgaven in de VS.'

**Tol:** 'Vóór de tariefverhogingen werd voor volgend jaar een bbp-groeiverwachting van meer dan 6% voorzien voor India, tegenover iets meer dan 4% voor China. Dat verschil in groei zal de komende jaren waarschijnlijk aanhouden. De behoorlijk hoge waarderingen van Indiase aandelen lijken dit helaas ook te reflecteren. Grondstofprijzen zijn belangrijk, omdat India netto-importeur is van ruwe grondstoffen. Als de prijzen dalen, profiteert India daarvan.'

**Demirkazik:** 'India kent zeker exceptionele elementen. Het is het enige land met hoge groei, een grote binnenlandse economie, solide externe balansen, stijgende en stabiele reserves, lage politieke en geopolitieke risico's, en een

zeer hoogwaardig economisch bestuur. Ze hebben een van de meest geavanceerde betaalsystemen ter wereld. De beurscorrectie die we sinds september in India zagen, is gezond. De waarderingen waren te hoog geworden, vooral bij small en mid caps.'

### Kiezen jullie de komende tien jaar voor India of voor China?

**Demirkazik:** 'We maken gebruik van de correctie om onze allocatie naar India langzaam te verhogen. China is een moeilijkere keuze. Vóór 'Liberation Day' was er een lichte opleving in groei, maar we denken dat die in het tweede kwartaal weer afzwakt, tenzij de overheid met nieuw stimuleringsbeleid komt. Structureel zijn er negatieve punten: de demografie lijkt op wat we een paar decennia geleden in Japan zagen. De vastgoedmarkt herstelt zich niet volledig. Het grootste probleem van de Chinese economie is de enorme overcapaciteit. Het aanbod groeit sneller dan de vraag. Aan de positieve kant is er natuurlijk de revolutie in AI en technologie. Chinese bedrijven – denk aan DeepSeek en elektrische voertuigen – hebben daar grote sprongen gemaakt, en dat is door markten onderschat. Qua waardering is de markt zó pessimistisch, dat er nu kansen ontstaan. Sommige bedrijven noteren zelfs onder hun kaspositie – iets wat in financiële theorie eigenlijk niet zou mogen.'

**Lo:** 'We zijn op dit moment positiever over China dan over India. Voor beleggers draait het om rendement, maar ook om fundamenten en waarderingen. India heeft veel aantrekkelijke eigenschappen: de demografie, de kwaliteit van bedrijven, de focus op winstgevendheid en rendement op investering. Maar aan de andere kant is China qua waardering erg goedkoop. Grote Chinese bedrijven blijven innoveren — denk inderdaad aan DeepSeek. Voor India zien we veel potentieel, zelfs als grootmacht op wereldschaal. Maar op korte termijn zijn de waarderingen erg hoog, en dat is mede de oorzaak van de recente correctie.'

**Ding:** 'Op dit moment is de Chinese markt erg goedkoop. Ze wordt genegeerd

'Het value-segment van emerging markets – China maar ook Latijns-Amerika – is nu zó goedkoop, dat ik eerder uit India zou stappen en richting Latijns-Amerika zou kijken.'

of onderwogen door internationale beleggers. Toch kun je uitstekende bedrijven vinden tegen een zeer aantrekkelijke prijs. Wees wel selectief en houd rekening met beleidsrisico's, geopolitieke risico's, en ook corporate governance-issues. India staat er strategisch goed voor: het is geen Amerikaans doelwit zoals China. Ten tweede: China had een fantastische bbp-groei in de afgelopen vijf jaar, maar de aandelenmarkt – met name de China A-markt – presteerde matig. De Indiase beurs biedt een betere afspiegeling van de economie, waardoor je van het macro-economisch groeiverhaal ook echt kunt profiteren.'

**Europa is wakker geschud door de acties van Trump. Zouden deze ook in China kunnen leiden tot meer hervormingen waarvan beleggers kunnen profiteren?**

Lo: 'De Chinese economie is enorm groot en autonoom en heeft daarmee ruimte om zelf de koers te bepalen. Maar het is ook geen eiland; het voelt de druk van de VS. Een paar jaar geleden hadden we het in China over 'gemeenschappelijke welvaart': goed voor het land, maar slecht voor het beleggerssentiment en voor sommige bedrijven. Maar de toon is sindsdien flink afgezwakt. China probeert het lokale bedrijfsleven te stimuleren. Dat is een serieuze poging; er zijn al flinke veranderingen gaande.'

**Wie gaat deze handelsoorlog winnen: Trump of China?**

Lo: 'Dat is alsof je gaat wedden op een gevecht tussen Mike Tyson en Muhammad Ali.'

Ding: 'Door de hoge tarieven kwam de handel tussen China en de VS in april vrijwel tot stilstand. Dat was geen houdbare situatie. Een oplossing ligt voor de hand, gezien de impact op alle betrokkenen. Zowel Amerikaanse consumenten als Chinese fabrieken voelen de pijn van importheffingen.'

Tol: 'Dat zie je nu al gebeuren. Waar de Chinese overheid zich vroeger vooral richtte op infrastructuur, ligt de nadruk nu op de binnenlandse consument. Dat gaat zeker helpen.'

## 'Het grootste probleem van de Chinese economie is de enorme overcapaciteit. Het aanbod groeit sneller dan de vraag.'

**Wat is de beste strategie in emerging markets: actief of passief? En moet je dan een regionale koers volgen, of kiezen voor een wereldwijd fonds met een belang in EM?**

Tol: 'Wij hanteren beide strategieën voor pensioenfondsen: actief én passief. Opkomende markten zijn een bijzonder vruchtbare bodem voor actief beheer, als je kijkt naar de spreiding in aandelenrendementen in EM, zowel qua landen als sectoren. Maar we bieden ook passieve strategieën aan – voor zover je van passief kunt spreken gezien het gebruik van uitsluitingslijsten – voor klanten met een passieve beleggingsfilosofie. Bij zowel actief als passief passen wij ESG-criteria toe en de actieve small cap- en EM-strategieën hanteren zelfs Climate Transition Benchmarks.'

Kieselstein: 'Actief! Allereerst vanwege de grotere inefficiënties op EM-markten, maar ook vanwege de marktstructuur: de index is extreem geconcentreerd. Het >



Taiwanese TSMC alleen woog aan het eind van 2024 al meer dan 10% in de MSCI EM index. Zulke concentraties zijn er altijd geweest: eerst waren het grondstoffen in de jaren negentig, toen Chinese financiële instellingen. Je ziet nog steeds dat financiële instituten in veel landen 30% of meer van de index uitmaken. Vanuit allocatieoogpunt is puur marktgewogen beleggen dus niet optimaal.'

**Niemans:** 'Ons doel bij het selecteren van externe managers is het behalen van de doelstellingen van de klant. Sommige klanten willen markt-exposure tegen lage kosten, terwijl anderen de inefficiënties in de markt erkennen. Onze visie is dat opkomende markten beter geschikt zijn voor actief beheer. Als je kijkt naar de indexrendementen ten opzichte van ontwikkelde markten, dan zie je dat opkomende markten 6% en 8% per jaar achterliepen over drie en vijf jaar gemeten. Dat is fors.'

**Ding:** 'In het algemeen duurt het langer voordat opkomende markten nieuwe informatie verwerken in hun koersen. Dat is een inefficiëntie waar actieve beleggers van kunnen profiteren. Ten tweede zijn er risico's in corporate governance. Door bepaalde bedrijven te vermijden, kun je als actieve belegger al alpha genereren. Ook dat is een reden om voor actief te kiezen. Wat betreft globaal versus regionaal: in principe geven we de voorkeur aan een globale allocatie. Maar voor specifieke regio's kun je zeker gebruikmaken van regionale specialisten, die je toegang kunnen bieden tot interessante small caps.'

**Lo:** 'Actief heeft de voorkeur, maar wel met kanttekeningen. Zoals sommigen al

zeiden, kan de markt erg geconcentreerd raken. Dat maakt het moeilijk voor actieve managers om te concurreren met de index zonder hun spreiding op te offeren. We kennen allemaal de 'Magnificent 7' in de VS. Die hebben het voor veel actieve managers moeilijk gemaakt. In Azië is dat niet anders, met giganten als TSMC of Alibaba. Bij Morningstar berekenen we de succesratio voor actieve beheerders. In China-aandelen was de succesratio over de afgelopen 15 jaar 32%. Dat zijn fondsen die zijn blijven bestaan én de markt hebben verslagen. In India ligt dat cijfer iets hoger: 44%. Maar in de VS is het 2%. Om de Amerikaanse markt te verslaan, moet je een rockster zijn.'

**Salvatori:** 'Als actieve portfoliomanagers moeten we op zoek naar inefficiënties die we kunnen benutten. In China speelt er nog een extra laag complexiteit mee. Als je daar te dicht in de buurt komt van de politieke agenda van de partij, is de kans klein dat je succesvol bent door simpelweg te mikken op onderwaardering of door te hopen dat een nieuwe directie en verbeterde kasstromen een aandeel omhoog stuwen. Maar in het algemeen blijft stockpicking essentieel. Wat passief beleggen betreft zijn er meerdere signalen dat we op een crisis afstevenden. Dat zou dan de eerste crisis zijn waarin passieve fondsen meer dan 55% van het belegde vermogen vertegenwoordigen – en naar verwachting nog een groter aandeel van de handelsvolumes. Hoe dat uitpakt in een crisis, is onbekend terrein. Wat gebeurt er als er een grote verstoring komt en enorme kapitaalstromen moeten worden opgevangen, terwijl er nauwelijks actieve beleggers zijn die op zulke momenten op basis van waarde beslissingen durven te nemen?'

**Demirkazik:** 'In korte periodes – zoals sinds 2022, met de oorlog in Oekraïne – kunnen passieve producten het beter doen. Veel liquiditeit kan markten omhoogduwen. Maar op de lange termijn is actief beter. Van de 40 grootste aandelen in de MSCI EM-index zijn er meer dan tien staatseigendom. Die State-Owned Enterprises, oftewel SEO's, hebben problemen met kapitaalallocatie en

**'Opkomende markten zijn een bijzonder vruchtbare bodem voor actief beheer, als je kijkt naar de spreiding in aandelenrendementen in EM, zowel qua landen als sectoren.'**

corporate governance. Als actieve belegger kun je die ontwijken.’

**Actieve managers hebben het in EM in de afgelopen jaren niet heel goed gedaan. Kunnen jullie die underperformance verklaren?**

**Tol:** ‘Ons eigen trackrecord van onze actieve EM-strategie is vrij sterk. Dat is het gevolg van een goed gediversifieerde combinatie van managers: zowel fundamenteel én kwantitatief, als value versus growth, en ook managers die top-down-elementen in hun proces gebruiken. Een groot risico is dat de indexconcentratie verder toeneemt. In de VS bleek dat de laatste tijd desastreus voor actieve beheerders. Tot nu toe hebben we niet dezelfde concentratiegraad gezien in opkomende markten.’

**Kieselstein:** ‘Het huidige risico in de EM-index zit vooral in de hardware- en AI-bubbels. Die sectoren wegen zwaar – niet alleen in Taiwan, maar ook in Zuid-Korea en andere landen. Als wereldwijd de investeringen worden teruggeschroefd, dan zou dat relatief hoge gewicht in IT een probleem kunnen worden.’

**Demirkazik:** ‘Veel actieve managers werden verrast door stijgende olieprijs. Velen vermijden oliebedrijven om ESG-redenen. Maar als wereldwijde EM-aandelenmanager kun je indirecte blootstelling aan olie krijgen via bijvoorbeeld Latijns-Amerika. De valuta's van Latijns-Amerikaanse landen zijn namelijk sterk gecorreleerd aan grondstofprijzen.’

**Heeft factorbeleggen toegevoegde waarde in emerging markets?**

**Salvatori:** ‘Het blijft een uitdaging voor actieve beleggers om vluchtige inefficiënties te vinden. Maar de complexiteit en de eigenaardigheden van deze markten bieden kansen. Een van de beste testen voor marktefficiëntie is de werking van de stijl quality. In opkomende markten blijft die stijl werken – als de markt echt efficiënt zou zijn, zou dat voordeel allang zijn verdwenen. Als je systematisch kiest voor kwalitatief sterke bedrijven met bijvoorbeeld hoge dividendrendementen, dan word je daarvoor beloond.’

## ‘Stockpicking is in het algemeen de belangrijkste performance-drijver in opkomende markten.’

**Ding:** ‘Stockpicking is in het algemeen de belangrijkste performance-drijver in opkomende markten. De impact van stijlen is daar wel kleiner dan in ontwikkelde markten. Maar investeren in kwalitatieve bedrijven heeft zin. Je vermijdt dan in ieder geval dat je in lagekwaliteit-staatsbedrijven terechtkomt.’

**Stockpicking in de zin van discretionair – geen systematische factorstrategie?**

**Ding:** ‘Ook systematische of kwantitatieve managers kunnen goed presteren in opkomende markten, juist vanwege de hoge participatie van particuliere beleggers en de inefficiënties. In markten met veel particulieren doen factoren als sentiment en momentum het goed. Een multi-factorstrategie kan een meer gebalanceerde exposure geven, met consistente rendementen op de lange termijn.’

**Kieselstein:** ‘Kijk bij stockpicking inderdaad naar alle factoren en investment-stijlen. Het maakt in principe niet uit of je dat op discretionaire of systematische basis doet. Maar spreiden over factoren voegt waarde toe, een gebied waarin systematische managers doorgaans excelleren.’

**Niemans:** ‘Als je kijkt naar een peergroup-vergelijking van actieve managers, dan zie je daar veel kwantitatieve managers bovenaan staan. Ze hebben geprofiteerd van de herwaardering van de value-factor, omdat zij doorgaans iets meer exposure hebben naar dat deel van de markt dan veel fundamentele managers.’

**Top-down managers of liever bottom-up stockpickers?**

**Niemans:** ‘Wij geven de voorkeur aan stockpickers. Macro is namelijk heel moeilijk te voorspellen. Dat wil niet >

zeggen dat je macro moet negeren, maar je moet het verwerken in de investment case van een aandeel – niet een grote gok nemen op bijvoorbeeld Latijns-Amerika omdat je denkt dat die regio het de komende jaren beter zal doen dan China.’

**Tol:** ‘Ik ben nog maar weinig long-only emerging markets-managers tegen gekomen met een succesvolle top-downaanpak. Dat komt waarschijnlijk ook door de globalisering: de wereld is veel meer bottom-up gedreven geworden. Redenerend vanuit de fundamentele wet van actief beheer is je ‘breath’ beperkter dan bij een bottom-up aandelenselectie, waardoor het moeilijker wordt om outperformance te behalen als je alleen op een top-downbenadering leunt. Onze beheerders hebben discretionaire vrijheid, met limieten voor landen- en sectorwegingen, maar de meeste overwegingen of onderwegingen in landen zijn het resultaat van bottom-up aandelenselectie.’

**Kieselstein:** ‘Wij waren de afgelopen jaren behoorlijk onderwogen in India – wat achteraf geen goede keuze was. Maar we hadden juist een overwogen positie in China A-aandelen, en hebben hiermee een significante outperformance behaald vanwege de enorme inefficiënties. Dat compenseerde die India-keuze ruimschoots. Dus dat is een goed voorbeeld dat stockpicking belangrijker is dan top-downkeuzes.’

**Demirkazik:** ‘Stockpicking is belangrijk, onder andere om staatsbedrijven te vermijden. Maar je kunt een top-downbenadering gebruiken om de juiste thema’s te vinden om in te beleggen. Sinds de eerste ambtstermijn van Trump zien we de terugkeer van landenrisico’s. Dus als wij kapitaal investeren in een bedrijf in een specifiek land, bespreken we dat ook met onze fixed income-specialisten om te begrijpen waar de rente heen gaat – dat beïnvloedt immers de markten. We hebben gekozen voor een flexibele aanpak, ook qua stijl. Niet kijken naar wat er top-down in emerging markets gebeurt, zou een vergissing zijn.’

**‘Ik zie Latijns-Amerika wel laveren tussen de twee machtsblokken. Deze landen hebben de ruimte om deals te sluiten met China, Europa én de VS.’**

**We lijken af te stevenen op een wereld met verschuivende allianties – geopolitieke ‘promiscuïteit’. Welke regio’s zijn dan goed gepositioneerd?**

**Salvatori:** ‘Ik zie Latijns-Amerika wel laveren tussen de twee machtsblokken. Deze landen hebben de ruimte om deals te sluiten met China, Europa én de VS. Ze hebben geen NAVO-bescherming nodig. Ze zullen gewoon het beste aanbod kiezen voor hun soja of ijzererts. China heeft er baat bij om zulke partners aan zich te binden. Aan de andere kant staat een grootmacht die een bijzonder ingewikkeld spel speelt, en daarin ook de ene fout na de andere maakt. Regeringen in Mexico, Brazilië en wellicht ook Argentinië kunnen daarvan profiteren. Ik denk dat dit een nieuw tijdperk kan inluiden voor opkomende markten.’

**Demirkazik:** ‘Wij zijn erg optimistisch over Latijns-Amerika. De regio werd jarenlang genegeerd door beleggers vanwege politieke instabiliteit. Maar ze kan nu profiteren van de grondstoffenpositie en de geografische nabijheid van de VS. De regio vormt momenteel slechts 7% van de MSCI EM-index, wat geen recht doet aan de kansen daar. Je zou kunnen stellen dat Trump opkomende markten weer groot maakt, doordat hij bilaterale handel tussen EM-landen stimuleert. De intra-EM-handel is flink toegenomen. Dus dit is een sterk argument vóór Latijns-Amerika én voor opkomende markten in het algemeen.’

**Lo:** ‘Zie het als geopolitieke arbitrage tussen twee grootmachten. Latijns-Amerika kan profiteren, maar ook India speelt dit spel, net als Zuidoost-Aziatische landen. Die zijn bondgenoten van de VS, maar moeten ook vreedzaam samenleven met hun reusachtige buurman.’ ■

## IN HET KORT

Lage waarderingen scheppen kansen. Vooral in China en Latijns-Amerika zijn aandelen aantrekkelijk geprijsd na jaren van underperformance.

De dollar wordt minder dominant. Een zwakkere dollar ondersteunt lokale EM-valuta.

India steelt de show. Met een sterke demografie, digitalisering en binnenlandse consumptie heeft India sterke kaarten, hoewel de waarderingen er aan de hoge kant zijn.

China blijft ondergewaardeerd. Ondanks structurele problemen liggen er kansen in innovatieve sectoren als AI en EV’s.

Actief beheer loont in EM. Marktefficiënties, governanceproblemen en concentratierisico’s maken stockpicking cruciaal.

Macro is lastig, stockpicking werkt. Een flexibele aanpak die top-down én bottom-up combineert, werkt goed in EM.

Trump verandert de spelregels. Zijn handelsbeleid duwt landen richting nieuwe allianties, wat emerging markets onverwachte kansen biedt.

# De EU in tijdnood: praktische democratie versus autocratie

**Trump beschikt en Europa schrikt. Trump's populisme surft op de diepe onvrede bij vele Amerikaanse burgers. Ook in de EU heerst grote onvrede. De EU-landen hebben radicaal andere oplossingen dan de huidige nodig om het populisme de wind uit de zeilen te nemen.**

In de vorige uitgave van Financial Investigator magazine ben ik in het artikel 'Trump en de Teslamieten, EU wat nu?' ingegaan op wat mijn inziens dé oorzaak is van het opkomende populisme in de Westerse democratieën: de sterk toegenomen scheefgroei in inkomens- en vermogensverdeling. Nu nog de oplossingen. Een voorzet.

Groeiende ongelijkheid in economische welvaart én de verstikkende bureaucratie zijn grote bronnen van onvrede. In Nederland is het aantal wetten en regelingen in de afgelopen 25 jaar vrijwel verdubbeld. In de EU heeft de wildgroei aan regels en wetten ertoe geleid dat de interne handelstarieven in de EU feitelijk 45% bedragen. Dit geeft de EU niet die grote interne markt en een goede concurrentiepositie.

De democratieën in de EU hebben niet meer jaren de tijd om de diepe onvrede bij de burgers op te lossen. Kortom, er is sprake van grote tijdsdruk.

In de VS heeft Trump goed begrepen dat de burgers geen geduld meer hebben en heeft hij een enorme versnelling ingezet voor het afbouwen van de bureaucratie en het terugdringen van de ongelijkheid. De Amerikaanse burgers zullen echter niet profiteren van zijn maatregelen. Die zijn veeleer gericht op zijn eigenbelang en dat van zijn 'inner circle'.

Nederland en de EU moeten radicaal ingrijpen, maar anders dan in de VS. Hoe? Niet door eerdere probeersels als 'voor elke nieuwe regel schaffen we er twee af'. Dat heeft niet gewerkt en zal ook nu niet werken.

Enkele voorbeelden: het stikstofdossier. Geen huizen bouwen omdat ambitieuze ambtenaren 25 jaar geleden stikstof als hét criterium voor Natura 2000 aan Brussel doorgaven? Als je de onvrede wilt vergroten, moet je dit vooral doen. Het is een afweging die door de politiek moet worden gemaakt. Niet door rechters die handhaving van de stikstofwet afdwingen.

Onderwijs? Zorg? Totaal verstikt door regelgeving. Werknemers in die sectoren zijn zoveel tijd kwijt aan administratieve verplichtingen. De oplossing? Schaf alle regelgeving voor die sectoren af en ontwerp een nieuwe, meer principle based-regelgeving voor dit soort sectoren. Werknemers in de zorg en het onderwijs zullen hun werk wel verantwoordelijk uitvoeren gedurende de twee of drie jaar dat het opzetten van nieuwe regelgeving kost. Bijkomend voordeel is dat er arbeid 'vrijkomt' die productief kan worden ingezet in andere sectoren. Dat lost ook een deel van ons demografische probleem op.

De EU moet veel sneller kunnen besluiten. Gewoon bij meerderheid van stemmen. Dat kan niet volgens de bestaande wetgeving. Democratische besluitvorming botst dan met de rechtsstaat. Snelheid is nu echter zó belangrijk, dat democratische besluitvorming dan maar voorrang moet krijgen boven de rechtsstaat. Zolang besluiten door meerdere partijen worden genomen, hebben we nog enige garantie dat er niet één kleine groep, zoals in de VS, hiervan profiteert, maar dat daadwerkelijk het algemeen belang voorop staat.

Utopie? Eerder een keuze. Als er niet snel oplossingen voor de hiervoor beschreven problemen komen, zal de bom van onvrede onder ons democratisch bestel weleens kunnen ontploffen. Liever een 'praktische' democratie dan dat we uiteindelijk opgescheept worden met populistische leiders die vervolgens een autocratie vestigen. Poetin, Erdogan, Orban zijn allen democratisch gekozen. En hoe democratisch zijn die landen nu nog? ■



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



# Stable returns through resilient Working Capital Finance

Working Capital Finance offers investors short-dated credit exposure with low volatility, stable returns, monthly liquidity, and historically low correlation with other asset classes. Guy Brooks from Pemberton Asset Management explains the rationale behind its growing institutional demand.

*By our editorial team*

## Can you give a high-level description of Working Capital Finance ('WCF') and its risk-return profile?

'WCF assets are a form of short-dated corporate credit in the form of payables and receivables to mostly multi-billion-pound companies to help them achieve greater efficiency in their supply chain, which in turn improves relationships, reduces overall costs, and helps to improve profits.

Given their short duration and self-liquidating nature, WCF assets have very stable NAVs. With average tenors below 120 days, they have a natural level of liquidity, and investors can access their investments via a monthly open-ended share class.

Our WCF strategy has continued to provide consistent stable returns since 2019, experiencing zero losses and no defaults. The strategy targets a return of 3-month risk free rate of 200 to 250bps net of fees and has experienced very low volatility with no defaults, even in times of market stress.

The asset class's resilience to downside risks is threefold:

1. **Short-dated:** the nature of payables and receivables to service the needs of large global corporations can provide a natural level of liquidity, even in times of market turmoil.
2. **Floating rate:** as the assets are priced off of 3 months Euribor, there is no duration risk. The cash plus 200 to 250bps return will track interest rate rises and falls.
3. **Low default rates:** WCF performs structurally ahead of its senior unsecured position in the capital structure, benefiting from company

**'Our WCF strategy has continued to provide consistent stable returns since 2019, experiencing zero losses and no defaults.'**

**‘We believe we are only at the start of the journey of making Working Capital Finance an investible institutional asset class.’**

creditors’ incentive to maintain a business as a going concern, even in stressed situations.’

### **Where does WCF fit in a private credit portfolio?**

‘It’s possible to find investment grade and non-investment grade entities in the WCF market. However, we focus on sub-investment grade names that are often private. Having said that, given that we are an open-ended fund with target returns of 200 to 250bps over the benchmark (RFR), we don’t naturally sit in the private credit world where you typically see long-dated lending with matching lock ups. Therefore, some of our investors would view it as alternative credit, others may argue the case for fitting in a credit or fixed-income bucket of their portfolio.’

### **Why should investors allocate to WCF?**

‘WCF assets offer an attractive, risk-adjusted return profile, delivering diversified, non-correlated returns and low duration. Whilst WCF assets are paripassu with loans and bonds, the default risk is very low, given the preferential treatment that trade receivables and payables receive when companies get into financial difficulty.’

### **Is there a comparable public credit alternative?**

‘As mentioned previously, the strategy has low correlation to all major asset classes, including equities and fixed income. However, the closest might be leveraged loans without the duration and volatility.’

### **Where are interest and capital coming from?**

‘Since the strategy started in 2019, we have seen growing interest across a broad

spectrum of investors, including pension funds, insurance companies, family offices, corporate treasurers and private banks. The big move for us over the last year has been the adoption of the asset class from the consultant community. This is really helping to drive interest predominantly from institutional investors and pension funds.’

### **How have recent market dynamics impacted the supply and demand for WCF?**

‘Whilst we are still assessing the impact of tariffs on the trade and working capital finance market, we would anticipate changes to affected companies as they redirect their supply chains. Having said that, the majority of what we finance through WCF solutions is unaffected by recent developments as we finance domestic trade.’

### **In most cases, each sub-strategy has a short (fund) track record and has not experienced a (significant) downturn. How do you convince investors?**

‘Our WCF strategy has now navigated two major market incidents – Covid-19, and the rate and energy price rises triggered by rapidly rising inflation in 2022 and 2023, as well as the invasion of Ukraine. In all cases our strategy has navigated these market shocks without experiencing any defaults or losses, while continuing to deliver our target returns.’

### **What is the outlook for WCF, also taking into account market competition and regulatory developments?**

‘The WCF market is a \$ 5 trillion-plus market across the US and Europe and has been in existence for centuries, although largely dominated by the banks until recently. Regulatory pressures are causing the banks to retreat from sub-IG lending, creating a widening financing gap that can be filled by non-bank funding or institutional investors. We believe we are only at the start of the journey of making Working Capital Finance an investible institutional asset class. There are several asset managers now running strategies investing in these products, but there is still less than \$ 20 billion total AUM in the market. We believe that we can grow our strategy significantly over the next three to five years.’ ■



**Guy Brooks**

Managing Director, Head of Capital Raising & Distribution, Working Capital Solutions, Pemberton Asset Management

## **SUMMARY**

Working Capital Finance has historically been a stable performing asset class, even in times of market stress.

The combination of low volatility, stable returns, monthly liquidity and historically low correlation with other asset classes have attracted interest from a wide variety of institutional investors and family offices.

The expected further retreat from the banks from this asset class could trigger growth in the strategy.

# Niet-duurzaam zijn is te goedkoop

Dirk Schoenmaker, Hoogleraar Financiering aan de Rotterdam School of Management, deed onderzoek naar groen monetair beleid en beïnvloedde daarmee het beleid van de ECB. Hij heeft een missie: beleggers aanzetten tot een fundamentele omslag, van focus op kortetermijnwinst naar langetermijnwaarde.

Door Harry Geels

## **U staat op nummer 4 in de Economenparade 2023 van meest innovatieve economen. Hoe verklaart u deze hoge positie?**

‘Als je veel onderzoek doet buiten de gebaande paden, kan dat tot een hoge klassering in het ESB-innovatie-klassement leiden. En dan bedoel ik echt vernieuwend onderzoek, niet slechts het aanpassen van bestaande modellen. Ik vermoed in dit geval dat het onderzoek naar groen monetair beleid heeft bijgedragen aan de hoge klassering. Aanvankelijk was dit onderzoek verboden terrein. Monetair beleid zou namelijk primair over inflatie moeten gaan en niet belast moeten worden met nevendoele. Vijf jaar geleden maakte duurzaamheid nog geen deel uit van het mandaat van de ECB. Maar er kan veel veranderen in korte tijd.

Dankzij de uitkomsten van mijn onderzoek heeft de ECB het beleid in het kader van kwantitatieve verruimingen (QE) veranderd. Ik maakte duidelijk dat als de ECB ‘neutraal’ monetair beleid voert, er ook obligaties uit de CO<sub>2</sub>-intensieve bedrijven worden gekocht, relatief veel zelfs, omdat ze kapitaalintensief zijn, in tegenstelling tot bedrijven uit de dienstensector, die bijna geen obligaties uitgeven. Vanuit een duurzaamheidsperspectief is neutraal beleid dus helemaal niet neutraal. Bij het opkopen van obligaties moet de weging naar CO<sub>2</sub>-intensieve bedrijven naar beneden, hetgeen inmiddels ook gebeurt. Let wel, het gaat niet alleen om de risico's van CO<sub>2</sub>-intensieve bedrijven, waar de ECB nu steeds vaker op wijst bij investeringen en financieringen. Het gaat hier om een allocatie-argument. Risico is eigenlijk het ‘laffe’ argument. We moeten ook durven alloceren naar de ‘goede’ bedrijven. Er is overigens nu geen QE meer, maar ook bij het in onder-

pand nemen van obligatieportefeuilles door de ECB, wordt tegenwoordig met de ‘carbon footprint’ rekening gehouden.’

## **U heeft een aantal ‘top-sellers’ geschreven, ‘Principles of Sustainable Finance’, ‘Financial Markets and Institutions: A European perspective’, ‘Governance of International Banking: The Financial Trilemma’, en ‘Corporate Finance for Long-term Value’. Wat maakt uw boeken over duurzame financiering zo speciaal?**

‘In deze boeken verschaffen mede-onderzoeker en mede-auteur professor Willem Schramade en ik een integrale waardering van bedrijven door van de financiële waarde aan de hand van de ‘discounted cashflow-methode’ (DCF), de contante waarde van de sociale en ecologische waarde af te trekken (als deze negatief is), of op te tellen (als deze positief is). We kunnen zo prima uitrekenen wat een ton aan CO<sub>2</sub>-uitstoot kost en daar vervolgens een reeks van maken die we contant maken. Ook de sociale factor is goed op vergelijkbare wijze te berekenen en contant te maken. Dat hebben we gedaan in het kader van ons onderzoek naar de AEX Futureproof Index. Philips scoort in deze index bijvoorbeeld hoog omdat het met de medische apparatuur levensjaren verlengt, en aan levensjaren kunnen via welvaartstheorie ook prijzen worden toegekend. Zo zijn we in staat prijzen te bereke-

nen voor alle sociale en ecologische factoren. Ook Randstad, vanwege de werkverschaffing, en KPN, vanwege de sociale communicatiecomponent, scoren hoog.

Deze studies hebben waarschijnlijk ook bijgedragen aan de eerder besproken

**‘De paradigmaverandering begint juist in de financiële sector, omdat daar wordt bepaald wat wel en niet wordt gefinancierd.’**

CV

## Dirk Schoenmaker

Dirk Schoenmaker is Hoogleraar Financiering aan de Rotterdam School of Management. Zijn onderzoek en onderwijs richten zich op duurzame financiering, een duurzame economie, centrale banken en Europese financiële integratie. Daarnaast is hij Research Fellow bij het Centre for European Policy Research (CEPR), de Brusselse denktank Bruegel en co-voorzitter van het Sustainable Finance Lab. Hij promoveerde in de Economie aan de London School of Economics. Voor zijn aanstelling bij RSM was hij van 2009 tot 2015 Decaan van de Duisenberg School of Finance. Van 1998 tot 2008 werkte hij bij het Ministerie van Financiën.



ESB-klassering. De vraag is natuurlijk of deze nieuwe waarderingsmethodiek daadwerkelijk zal leiden tot ander beleggingsgedrag. Dat is wellicht op dit moment nog te veel gevraagd. We hebben echter goede hoop. De methodiek is volledig transparant en 'evidence based'. We hebben vooral twee doelgroepen in gedachten: de bedrijven zelf, en dan vooral de besturen en raden van commissarissen, die duidelijkere inzichten krijgen in waar het goed gaat en waar het beter kan, en fundamentele beleggers, waarschijnlijk in eerste instantie vooral de institutionele. Er is, zoals gezegd, sinds kort een index. De geschiedenis leert dat er een trackrecord nodig is om die standaard te laten worden. Het zal ook helpen als we meer bedrijven in de index opnemen, bijvoorbeeld een Europese Futureproof Index. Het echte inzicht ontstaat als we per sector de 'winnaars' en 'verliezers' met elkaar kunnen vergelijken. Tot slot hebben we ook een nieuwe fundamentele ratio ontwikkeld, als verbetering van de oude 'price-to-book', namelijk de 'Futureproof Ratio', waarbij de integrale waarde gedeeld wordt door de financiële waarde, hetgeen resulteert in een ratio die extra informatie verschaft ten opzichte van de 'oude' ratio's.

#### Wat zijn de belangrijkste bevindingen in uw boek 'Financial Markets and Institutions'?

'Dat is een klassieker, met een Europees perspectief. Dat was nodig aangezien de meeste financieringsboeken van Amerikaanse origine zijn en bijvoorbeeld met de Federal Reserve beginnen. Het idee van mijn mede-auteur Jacob de Haan en van mij was om een standaardwerk te schrijven dat begint met de ECB en vervolgens de Europese financiële markten beschrijft. We lopen overigens

in Europa wat betreft data wel erg achter op de VS. Er is hier wat dat betreft nog steeds een lange weg te gaan.

Wat onder andere opvalt, is dat de beurzen in de VS een veel belangrijkere rol spelen bij de financiering van bedrijven. In Europa overheerst de bankfinanciering, met een afnemende rol wel te verstaan. Een ander groot verschil is dat de Amerikaanse markt één markt is, terwijl Europa veel meer gefragmenteerd is. Maar ook hier worden stappen gezet. We hebben tegenwoordig een aantal grote Europese beurzen en er zijn op EU-niveau stappen gezet naar een kapitaalunie. Europese banken zijn nog wél een geval apart. Die blijven nog vaak binnen lokale bankenoligopolies, gesteund door politici die sinds de kredietcrisis weinig voelen voor internationale bankenfusies. Iedere Europese bank valt nog steeds onder de lokale toezichthouder, naast Europa-breed toezicht van de ECB, waarvan de een strenger in de leer is dan de andere. We zien banken blijkbaar toch nog altijd als nationale iconen, gelijk aan onze luchtvaartmaatschappijen.'

#### Intrigerend is verder de term 'financial trilemma', wat betekent dat?

'Trilemma is inderdaad een intrigerende term: drie factoren die niet allemaal tegelijkertijd op kunnen gaan. Als je vaste wisselkoersen hanteert, kun je niet aan eigen monetair beleid doen. Dat is het monetaire trilemma. Als we een Europese bankenunie willen hebben, dan moet er ook centraal, dus niet lokaal, toezicht zijn en moet er een overkoepelend depositogarantiestelsel zijn, een idee dat ik al voor de kredietcrisis heb uitgewerkt en gepresenteerd op een conferentie in Frankfurt. Diverse

**'Als we een Europese bankenunie willen hebben, dan moet er ook centraal, dus niet lokaal, toezicht zijn.'**

## ‘Vanuit een duurzaamheidsperspectief is neutraal monetair beleid helemaal niet neutraal.’

ECB-officials hebben het financieel trilemma als basis van de bankenunie later ook in verschillende uitingen benoemd.

Het Europese bankenstelsel staat er overigens niet zo slecht voor. Kijk naar de VS, waar in 2023 nog een bankencrisis was. De lokale politiek moet de laatste stappen durven zetten. Dezelfde discussie geldt trouwens ook voor eurobonds. Het trieste is dat we blijkbaar crises nodig hebben om nieuwe stappen te kunnen zetten en dat we in goede tijden niet vooruit kunnen met een goede inhoudelijke discussie. Maar ik geef de moed nooit op. Een van mijn mentoren, Charles Goodhart, zei ooit: ‘Never underestimate the power of a good idea.’ Vaak schort het initieel aan goede communicatie, maar meestal vindt een goed idee zijn weg wel, en die hoop heb ik ook voor de vervolmaking van de bankenunie of de Future-proof Index. Ik ga ervoor!’

**Waar komt uw bevlogenheid voor duurzaamheid vandaan en hoe bezieet u die in het huidige gepolariseerde debat? Wat zijn de knelpunten en hoe kunnen die met de leer van de duurzame financiering worden opgelost?**

‘Mijn laatste boek heet, bewust of onbewust, ‘Corporate Finance for Long-term Value’. De term duurzaamheid is inderdaad gepolariseerd, zelfs sleets geraakt. Als de focus op waardecreatie op de lange termijn komt te liggen, weet iedereen dat duurzaamheid en bijvoorbeeld de risico’s van klimaatverandering moeten worden meegenomen. Het probleem van klimaatverandering is de huidige focus op de korte termijn. Politici willen herkozen worden. Bestuurders van ondernemingen worden ieder kwartaal afgerekend op de winst. Maar als we het anker, de waardecreatie op de lange termijn, verder in de tijd leggen, dan kunnen we wegblijven bij de waan van de dag.

Overigens ontstaat die bevlogenheid voor het behoud van de planeet vanzelf als iemand zich verdiept in de

onderzoeken naar de ‘planetary boundaries’.

Inmiddels zijn zes van de negen grenzen overschreden en het leefklimaat wordt er de komende decennia in de meeste delen van de wereld niet beter op. Een open, onderzoekende en interdisciplinaire ‘mindset’ heeft me daarbij geholpen. Verder is het belangrijk het algemeen belang altijd boven het deelbelang te stellen, iets dat ik heb meegekregen toen ik nog bij het Ministerie van Financiën werkte. In die zin ben ik naast wetenschapper nog altijd een halve beleidsmaker.’

**Wat zijn verder uw ambities, als wetenschapper en als mens?**

‘Ik ben nog altijd zo blij als een kind wanneer we een nieuw wetenschappelijk model of een nieuwe zienswijze ontwikkelen die nieuwe inzichten verschaft en daadwerkelijk aanslaat in de maatschappij. Om dat laatste tot stand te brengen, zoek ik ondersteuning in de communicatie, want dat is ook een vak apart. Duurzaamheid is daarbij een belangrijk thema. Klimaat is niet links of rechts, het raakt ons allemaal, de huidige en volgende generaties.

Een uitdaging is verder dat in de financiële wereld 90% van de mensen nog neo-klassiek, ofwel conform het ‘shareholders value’-concept, in de wedstrijd zit. Door eenzijdig te streven naar het hoogste rendement, exploiteren we, hoe je het ook wendt of keert, de andere stakeholders, inclusief de planeet. Er moet een paradigmaverandering komen en die begint waarschijnlijk juist in de financiële sector, omdat daar wordt bepaald wat wel en niet wordt gefinancierd. Natuurlijk zijn er vergezichten over populistische stromingen in de wereld. Maar het begint bij onszelf, en iets breder, bij de financiële wereld hier. Ik hoop dat de Futureproof Index, die waarschijnlijk snel een Europees en Amerikaans broertje krijgt, daaraan een bijdrage kan leveren. Aanpalend moet ‘true pricing’ een belangrijkere rol spelen. Duurzaamheid is niet duurder. Niet-duurzaamheid is te goedkoop.’ ■

### Seminar 'Green Infrastructure & Sustainable Real Estate'

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

Locatie: Kantoor CBRE Investment Management, WTC Amsterdam

Wat zijn de grootste uitdagingen bij het realiseren van impact in infrastructuur en vastgoed? Hoe en waar kun je echte impact realiseren op het gebied van duurzaamheid binnen real assets?

Wat is het effect van het beleid van president Trump op klimaatdoelstellingen voor infrastructuur en vastgoed? In hoeverre moeten klimaatambities worden geëvalueerd of bijgesteld? In hoeverre zijn initiatieven als BREEAM en GRESB nog actueel en relevant?

Hoe bepaal je het effect van Green CAPEX (versus Green premium) op het totaalrendement?

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

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

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

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

### Registratie:

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

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



### In samenwerking met:



a.s.r. real assets investment partners



# Slimmer spreiden met small caps: drie redenen om nu in te stappen

Small caps zijn lange tijd de underdog geweest van de aandelenmarkt. Maar dat kan zomaar veranderen, betoogt Graham McCraw, Senior Equities Investment Specialist bij Aberdeen Investments. De waarderingen zijn aantrekkelijk, de rente daalt, en beleggers zoeken actiever dan ooit naar spreiding, in regio's, in sectoren, én in stijl.

Door Harry Geels

## Wat zijn de voordelen van small caps in een breed gespreide portefeuille?

'Small caps kennen drie voordelen. Ten eerste hebben ze historisch gezien hogere rendementen opgeleverd dan grotere aandelen en we denken dat dit ook voor de toekomst zal gelden, ondanks tegenvallende prestaties in de laatste jaren. Aanvullend kan actief beheer nog extra rendement opleveren doordat er minder research wordt gedaan op small caps. Minder aandacht van analisten betekent vaak een lagere waardering. Er is hier dus meer ruimte om inefficiënties te benutten. Als we jaar op jaar kijken naar de top-100 stijgers, dan bestaat die gemiddeld genomen voor minimaal 80% uit small caps.

Ten tweede levert het toevoegen van small caps aan de portefeuille een diversificatie-effect op, vooral omdat small caps een andere sectorverdeling hebben dan large caps en meer lokaal gericht zijn, dus

minder afhankelijk van grote geopolitieke ontwikkelingen. Er zitten in het universum van small caps ook bedrijven die we helemaal niet tegenkomen bij de grotere aandelen. Dit is ook een argument dat we vaak horen van onze klanten die naar small cap alloceren.

Ten derde is er het groei-argument. Kleinere bedrijven kunnen gemakkelijker groeien. Ze hebben een grote markt te overwinnen, daar waar largecaps last kunnen krijgen van de wet van de remmende voorsprong. Small caps zijn ook wendbaarder en kunnen daardoor sneller op nieuwe trends inspringen.'

## Waarom hebben small caps het de afgelopen jaren dan niet zo goed gedaan?

'Small caps hebben in de meeste regio's op jaarbasis een redelijk rendement opgeleverd. Het probleem is vooral de vergelijking met de large cap-indices, die historisch gezien een fenomenaal rendement hebben opgetekend. De goede prestatie van large caps is vooral het gevolg van een aantal bijzondere macro-economische trends, vooral die welke met geopolitieke onzekerheid gepaard zijn gegaan. Dan worden large caps vaak als veilige havens gezien. Verder heeft de snelle stijging van de rente small caps parten gespeeld, vooral in 2022, toen de rente exponentieel steeg en beleggers eigenlijk alle risicovollere aandelen van de hand deden. Verder heeft vooral de Magnificent 7 een opnieuw historische winststijging laten zien, eigenlijk ongebruikelijk voor dergelijke grote aandelen, wat we bijna een anomalie kunnen noemen.

Er speelt nog een andere factor mee: de samenstelling van de index. In Europa hebben in de afgelopen drie jaar een paar zwaargewichten de large cap-index aangevoerd, met Novo Nordisk, Shell, Novartis, SAP en HSBC, die allemaal met meer dan 50% zijn gestegen. Daarentegen betekent de enorme diversiteit van kleinere bedrijven dat het onmogelijk is voor een handvol namen - hoe goed ze ook presteren - om de hele index aan te sturen. Dit brengt ons weer bij het belang van een actieve benadering. Soms horen we ook nog andere argumenten die de recentere zwakke prestatie van small caps duiden, zoals de relatief zware lasten van allerlei regelgeving, of de visie dat ze relatief te illiquide zouden zijn voor grotere beleggers. Dit geldt wat ons betreft

**'Klanten willen gezien de geopolitieke zorgen meer spreiding aanbrengen, niet alleen regionaal, maar ook sectoraal, en dat kan prima via small caps.'**

niet voor het segment van small caps waarin wij actief zijn: de wat grotere small caps en mid caps die al jaren bestaan, met een duidelijk gevestigde naam, vaak leiders in de nichemarkt waarin ze opereren. Soms horen we ook het argument dat private markten aan cherry picking doen in het domein van kleinere aandelen. Dat kan zijn, maar wat ons betreft is de publieke markt voor small caps nog altijd groot genoeg. Er is hier geen gebrek aan goede ideeën.'

### **Zien we nu tekenen van een andere, wellicht normalere en voor small caps gunstigere beleggingsomgeving?**

'Timing is altijd lastig. Niettemin spelen er nu een aantal factoren die weleens gunstig voor small caps kunnen uitpakken. Ten eerste waardering. In veel deelmarkten hebben small caps aanzienlijk gunstigere waarderingen dan large caps. Europese small caps zijn het goedkoopst van alle regio's. Ze worden nu verhandeld tegen een 12-maands koers-winst-verhouding (P/E) van 13,7. De laatste keer dat de relatieve waarderingen ten opzichte van large caps rond dit niveau lagen, was in 2008, tijdens het hoogtepunt van de wereldwijde financiële crisis. Dit was een periode van aanzienlijke stress op de financiële markten, en de vooruitzichten voor kleinere bedrijven waren uitdagend. Vandaag de dag zijn er weliswaar risico's, maar wij denken dat de vooruitzichten voor kleinere bedrijven ten opzichte van large caps veel gunstiger zijn dan in 2008. Dit maakt de huidige waarderingen bijzonder aantrekkelijk.

Waardering is op zichzelf geen timing-factor. We hebben katalysatoren nodig, en die zijn er. Klanten willen gezien de geopolitieke zorgen meer spreiding aanbrengen, niet alleen regionaal, maar ook sectoraal, en dat kan prima via small caps. We hebben de laatste maanden bijvoorbeeld meer dan ooit met onze Aziatische klanten gesproken, die Europa en meer specifiek Europese small caps als bron van spreiding zien. Er wordt ook meer gekeken naar spreiding over beleggingsstijlen. Een andere katalysator kan de nieuwe cyclus van dalende rentes zijn. De ECB heeft inmiddels enkele renteverlagingen doorgevoerd. De historie van ruim zeventig jaar toont aan dat small caps outperformen als de rente daalt. In de eerste twaalf maanden van een nieuwe dalende rentecyclus doen small



## CV

### **Graham McCraw**

Graham McCraw werkt al 14 jaar bij Aberdeen Investments als Senior Equity Investment Specialist. Hij is verantwoordelijk voor de ontwikkeling en commercialisering van de beleggingscategorie Aandelen. Samen met het beleggingsteam zorgt hij ervoor dat beleggers helder inzicht krijgen in de beleggingsfilosofie, het proces en de positionering. Hij is vooral actief in de ontwikkeling van de Smaller Companies-franchise.

caps het bijvoorbeeld bijna tweemaal zo goed als large caps.

Tot slot hebben we op dit moment te maken met nóg een belangrijk macro-event: de importtarieven. Opvallend is dat kleinere bedrijven in deze nieuwe economische werkelijkheid beter presteren dan hun grotere sectorgenoten in alle belangrijke regio's, behalve de VS, misschien gedreven door hun meer binnenlandse focus en wendbare bedrijfsmodellen.'

### **Waarom geloven jullie zo sterk in een actieve benadering voor small caps?**

'Laat ik voorop stellen dat er in de meeste beleggingscategorieën een case voor passief én actief te maken is, ook bij small caps. Maar actief heeft wat ons betreft wel de voorkeur, vanwege de inefficiënties en de relatief hogere kosten voor de meeste passieve oplossingen. Sommige passieve small cap-oplossingen zijn niet veel goedkoper dan de actieve. Hoewel actieve small cap-managers het de laatste jaren moeilijk hebben gehad, zien we op de langere termijn een duidelijke outperformance van actieve small cap-managers. Dat geldt zeker ook voor onze strategie. Ons Europese fonds heeft het sinds oktober 2007 bijvoorbeeld ruim twee keer zo goed gedaan als de FTSE Small Cap Developed Europe.

Beleggers moeten bij actief natuurlijk accepteren dat er perioden van under-performance zijn. Dat is de prijs die betaald moet worden voor outperformance op de lange termijn. Het is nog relevant te melden dat bij small caps een derde van de aandelen het historisch gezien beter doet dan de index. Een passieve index is dus belast met een groot universum van minder presterende aandelen. Een ander punt is de research. Zoals gezegd worden small caps minder gevolgd. Maar ook de research die er over kleinere aandelen is, wordt vooral gedaan door 'sell side'-sectorspecialisten, die vaak te weinig toegespitst zijn op de individuele aandelen. Een actieve manager kan dus potentieel veel waarde toevoegen, mits hij in staat is goed om te gaan met alle data van de vele bedrijven.

Het beleggingsproces moet een goede mix zijn van kwantitatieve en kwalitatieve 'tools' en beslissingen. We kijken bijvoorbeeld met een kwantitatieve lens naar zo'n 1.000 bedrijven. Dit wordt aangevuld met diepgaand fundamenteel onderzoek, inclusief bedrijfsbezoeken en ontmoetingen met het management. Vooral bij small caps zijn bedrijfsbezoeken waardevol, omdat er meer transparantie is en belangrijke beslissers toegankelijker zijn. Tot slot nog een laatste opmerking over actief versus passief. Er is nog altijd te weinig ESG-informatie over kleinere bedrijven. De dekking van de datavendors neemt hier maar mondjesmaat toe. Duurzame beleggers kunnen dan lastig met passieve oplossingen uit de voeten.

### Waarom is het belangrijk om verder te kijken dan het macro-economische plaatje?

'Bij diverse kleinere bedrijven kan de doorbraak naar een dominantere positie nog weleens op zich laten wachten. Ook kunnen macro-economische omstandigheden de kleinere bedrijven weleens langere tijd parten spelen. Het is zaak een lange beleggingshorizon te hanteren. Soms kunnen macrofactoren ineens wel een katalysator zijn. De veranderingen die nu in Duitsland plaatsvinden, met het investeringsplan van € 500 miljard, kan de vele goede kleinere Duitse en verder ook Europese bedrijven ineens een boost geven. Maar in onze ogen hebben de beste small caps geen specifiek macro-economisch klimaat nodig om op de lange termijn te presteren. Kijk naar Europa,

**'We geloven dat beleggers nog te veel vastzitten in het ouderwetse paradigma dat 'Europa geen groei heeft en goedkoop is om een reden' en dat ze hierdoor kansen mislopen.'**

waar de economische groei al jaren duidelijk minder is dan die in de rest van de wereld. Niettemin heeft onze Europese small cap-strategie het significant beter gedaan dan de wereldwijde economische groei. Een mooi voorbeeld is een van onze best presterende aandelen in de portefeuille, een Engels constructiebedrijf. Het land en de sector suggereren wellicht een lage groei. Top-down-beleggers zouden hier waarschijnlijk niet eens naar kijken. Maar met onze bottom-up benadering, waarin we zoeken naar groeiende bedrijven met veel kwaliteit in winst en management in een markt met een hoge toetredingsbarrière, hebben we hier een mooie stockpick gedaan. Een ander voorbeeld is Duitsland, tot voor kort een land dat gevangen heeft gezeten in een lange periode van weinig groei. Toch zijn diverse Duitse bedrijven de top-performers van de portefeuille geweest.'

### Welke specifieke trend zien jullie nog meer in de markt voor small caps? Hoe beïnvloedt de handelsoorlog kleinere aandelen?

'Een algemene trend, zoals gezegd, is de toenemende interesse voor small caps vanuit institutionele beleggers. Eigenlijk vanuit de hele wereld, maar vooral vanuit Azië. Een andere trend is dat grotere beleggers naast passief large caps actief small caps kiezen. En er zit bij deze beleggers nog voldoende groeipotentieel. De Europese brede marktindex heeft bijvoorbeeld een gewicht van 14% in small caps. Diverse databronnen geven aan dat de meeste beleggers 'slechts' tussen de 7% en 10% in kleinere aandelen zitten. We geloven dat beleggers nog te veel vastzitten in het ouderwetse paradigma dat 'Europa geen groei heeft en goedkoop is om een reden' en dat ze hierdoor kansen mislopen.' ■

#### Disclaimer

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

## IN HET KORT

Small caps leveren historisch gezien hogere rendementen en bieden kansen voor actief beheer dankzij geringere marktdekking en meer inefficiënties.

Small caps zorgen voor diversificatie dankzij een andere sectorstructuur en een lokale focus, wat ze minder afhankelijk maakt van geopolitieke risico's.

Kleine bedrijven kunnen sneller inspelen op trends en hebben ruimte om marktaandeel te winnen.

Vooraf Europese small caps zijn nu goedkoop geprijsd en profiteren vaak bij dalende rente.

# ESMA-richtsnoeren reverse solicitation: naar een gelijk spelveld?

**Op 27 april 2025 zijn de richtsnoeren van ESMA voor de toepassing van reverse solicitation onder de MiCAR in werking getreden. In de praktijk zullen deze richtsnoeren ook bepalend zijn voor de mogelijkheid van een beroep op reverse solicitation bij het grensoverschrijdend verlenen van andere financiële diensten in de EU door partijen uit derde landen.**

Op grond van de MiCAR moeten partijen die cryptoassetdiensten verlenen in de EU beschikken over een vergunning. Dat geldt zowel voor partijen die in de EU gevestigd zijn, als voor partijen die hun zetel buiten de EU hebben. Een vergunning is niet nodig voor een buiten de EU gevestigde partij als de cryptoassetdiensten door deze partij uitsluitend worden verleend op initiatief van de cliënt en er geen sprake is van het benaderen van de cliënt door de dienstverlener (art. 61 MiCAR). We spreken in dit verband van de *initiative test* of van *reverse solicitation*.

Om een uniforme toepassing van deze uitzondering binnen de EU te bevorderen, heeft ESMA richtsnoeren gepubliceerd met betrekking tot het grensoverschrijdend benaderen van cliënten door cryptoassetdienstverleners uit een derde land en methoden die toezichthouders kunnen aanwenden om misbruik van de genoemde uitzondering te voorkomen. Het betreft hier de 'ESMA Guidelines on situations in which a third-country firm is deemed to solicit clients established or situated in the EU and the supervision practices to detect and prevent circumvention of the reverse solicitation exemption under the MiCAR'.

Uit deze richtsnoeren blijkt dat het begrip 'benaderen van cliënten' ruim moet worden opgevat en dat iedere vorm van communicatie, individueel of generiek, fysiek of elektronisch, door middel waarvan crypto-

assetdiensten in de EU worden aangetrokken, kwalificeert als *solicitation* en dus als een vergunningplichtige activiteit. Ook het verschaffen van zakelijke informatie over de dienst wordt al gauw gezien als het promoten daarvan. Alleen het verspreiden van documentatie met een zuiver educatief karakter wordt niet als zodanig aangemerkt. Uit de richtsnoeren blijkt dat ook sprake is van *solicitation* als het marketen van de dienst geschiedt via een derde partij. Het begrip 'op initiatief van de cliënt' moet juist eng worden uitgelegd. Een verklaring van de cliënt dat de dienst op zijn initiatief wordt verleend, zal de cryptoassetdienstverlener niet baten als het initiatief in werkelijkheid bij deze laatste ligt.

Het document formuleert ook enkele richtsnoeren aan de hand waarvan toezichthouders kunnen bepalen of er sprake is van *solicitation*. Het bevat daarnaast een lijst van indicatoren die daarop wijzen, zoals het gebruik van de taal van het land van de cliënt als voertaal en het verschaffen van informatie over de wetgeving van dit land op de website van de dienstverlener. De Beleidsregel Actief zijn in Nederland 2013 van de AFM bevat een vergelijkbare lijst met indicatoren om te bepalen wanneer sprake is van het aanbieden van deelnemingsrechten in Nederland. Dezelfde criteria worden door de AFM gehanteerd om vast te stellen of sprake is van het verlenen van beleggingsdiensten in Nederland.

De richtsnoeren zijn geschreven voor het grensoverschrijdend verlenen van cryptoassetdiensten in de EU door een partij uit een derde land. In de praktijk zal er echter ook een zekere reflexwerking van uitgaan op het verlenen van andere financiële diensten. Doordat ESMA in de richtsnoeren uitgaat van een restrictieve toepassing van de uitzondering voor *reverse solicitation* wordt tevens voorzien in een gelijk spelveld tussen in de EU gevestigde aanbieders en partijen uit derde landen die in de EU financiële diensten verlenen. ■



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

# Incorporating climate-focused impact in European fixed income investments

As the chill around climate investing intensifies, are current strategies enough to deal with volatile markets and shifting policy agendas? How do fixed income portfolios fit into this equation?

By Ronald Van Steenweghen

According to a recent study by Bloomberg NEF, global energy transition investments exceeded \$ 2.1 trillion in 2024, reflecting an 11% increase from the previous year. While this marks a significant milestone, it also represents a slowdown from the 25%+ annual growth rates seen in prior years. Is this level sufficient?

## ESG debt will keep powering the energy transition

A two-speed transition is becoming increasingly apparent. Most investments continue to flow into mature technologies, such as electrified transport, renewable energy, and power grids, while emerging solutions – including hydrogen, clean shipping, and carbon capture and storage – have attracted only 7% of total invest-

ments. The main barriers to scaling these emerging technologies are technological complexity and economic viability. Without stronger policy support, these newer technologies may struggle to attract the level of capital needed to scale effectively.

A significant portion of energy transition investments has been financed through ESG debt markets, with green bonds serving as the flagship category. These instruments have been crucial in directing capital toward climate-focused projects. Green and ESG bonds allow investors to align their capital with measurable impact. While annual issuance in 2024 has already exceeded \$ 1 trillion, there is considerable room for expansion, especially since the global fixed income market exceeds \$ 15

trillion. With the substantial investment required for the energy transition, both mature and emerging technologies can qualify for green bond financing. Mature sectors are well-suited for bond financing due to their predictable cash flows, making them attractive to investors with low-risk appetites and/or long investment horizons.

There is currently no statistically significant difference in secondary market performance between green bonds and traditional bonds. While sectoral and credit quality biases exist at the index level, actively managed portfolios can effectively overcome and benefit from these differences. A recent Barclays study confirmed that investors view the green bond market as high quality, but noted that the willingness to pay a premium remains limited to a few basis points – a relatively small margin, particularly in higher interest rate environments. As the market continues to expand, further growth and diversification are expected to enhance its resilience and attractiveness.

While some concerns exist that regulatory shifts could deter issuers and investors from the ESG debt market,

we believe it will continue to thrive. Although headline risks around climate investment have increased, the underlying economics remain solid, ensuring that capital will continue to flow.

Financial markets may struggle to price climate risks daily, and novel climate technologies might require public support to scale. However, this should not slow down the energy transition, nor should it prevent fixed income markets from playing a central role in funding the shift at a market-based cost of capital.

## The rise of greenhushing

The 'greenhushing' trend refers to a situation where companies remain committed to climate action but are less vocal about their efforts. While this decline in transparency is not ideal, we believe that discreet yet effective capital deployment is preferable to high-profile pledges with little meaningful follow-through. However, this shift also means that investors will need to conduct deeper financial analysis and engage more actively to identify the true and credible 'green gems' in the market.

FIGURE 1: INVESTABLE UNIVERSE



Source: DPAM

‘Although headline risks around climate investment have increased, the underlying economics remain solid, ensuring that capital will continue to flow.’

Despite slowing investment growth and increased policy uncertainty, ESG debt markets remain a fundamental pillar of climate finance. Green bonds continue to demonstrate strong market credibility, and while issuers may adopt a lower-profile approach, the capital needed for the energy transition is still flowing. Investors who take a proactive approach, engaging directly with companies, will be best positioned to capitalize on the next phase of the transition.

### Achieving climate-related impact and performance

Climate investing needs action, both corporate and governmental. We believe that in climate finance, impact and alpha are not mutually exclusive. And through active management, environmental impact and performance can be maximized.

Fixed income offers a unique opportunity to combine environmental purpose with performance. ESG-labelled bonds – mainly green bonds – have driven over half of global energy transition investments since 2022, delivering tangible and real impact.

Although this market segment is growing and becoming more diversified, structural biases remain. This is something we want to avoid at all costs when running a fixed income portfolio. To ensure a balanced and effective approach, we propose to categorize eligible bonds into four categories:

- **Green bonds:** fund environmental projects - these remain the foundation.
- **Sustainability-linked bonds:** are tied to clear environmental KPIs.

- **Climate challengers:** refer to issuers leading the decarbonization efforts in their respective markets.
- **Climate enablers:** refer to companies with significant green revenue or capital expenditures.



**Ronald Van Steenweghen**

Fixed Income Fund Manager,  
DPAM

For each type of ESG-labelled bond, we must assess the credibility and ambition of every issuer's framework. The principles of materiality, intentionality, and additionality must be present in the frameworks. For 'climate challengers' and 'climate enablers', we validate the climate strategy of the issuer.

In our approach, for every € 1 million invested, we generate significant amounts of renewable energy, drive gigawatts of energy savings and reduce CO<sub>2</sub> emissions. We also support waste recycling efforts, conserve valuable water resources and encourage the construction of sustainable transport infrastructure. We invest for a net-zero economy, not just a low carbon portfolio. We have our lens on the future and see the opportunities, but are aware that fixed income markets are driven by a multitude of climate and non-climate factors. Climate investing is investing with conviction to deliver purpose and performance. ■

#### Disclaimer

Degroef Petercam Asset Management SA/NV (DPAM) | rue Guimard 18, 1040 Brussels, Belgium | RPM/RPR Brussels | TVA BE 0886 223 276 |

For professional investors only. Marketing material. Investing incurs risks. All rights remain with DPAM. Unauthorized storage, use or distribution is prohibited. Although this document and its content were prepared with due care and are based on sources and/or third-party data providers which DPAM deems reliable, they are provided without any warranty of any kind. All opinions and estimates reflect the situation at issuance and may change without notice. The provided information herein must be considered as having a general nature and does not, under any circumstances, intend to be tailored to your personal situation. Its content does not represent investment advice, nor does it constitute an offer or recommendation to buy, sell, subscribe to or execute any other transaction with financial instruments, or an independent investment research or financial analysis or other form of general recommendation.

## SUMMARY

Energy transition investments have been significantly financed through ESG debt markets.

Green and ESG bonds allow investors to align their capital with measurable impact.

Despite slowing investment growth and increased policy uncertainty, ESG debt markets remain a fundamental pillar of climate finance.

Investors taking a proactive approach, engaging directly with companies, will be best positioned to capitalize on the next phase of the transition.

Climate investing is investing with conviction to deliver purpose and performance.

**FIGURE 2: IMPACT ALLOCATION**



Source: DPAM



# Powering climate resilience: the role of private equity

Decarbonisation and regenerative agriculture strategies are about more than tackling climate change, they are about creating long-term sustainable value, says Lindee Wong, Director of Climate & Biodiversity at Tikehau Capital.

*By our editorial team*

## What role does private equity play in supporting the low-carbon transition, and how do you approach this?

‘From an asset management perspective, it’s essential to both reduce our portfolio emissions and actively invest in companies that support the low-carbon transition. The key is to identify the companies that will drive the transition and back them, their targets and roadmaps.’

Private equity has a crucial role to play in accelerating climate solutions, from investing in decarbonisation technologies in the energy sector to supporting regenerative agriculture that boosts natural carbon reduction, as well as biodiversity. The challenge is to maximise positive impact while ensuring that our investments don’t inadvertently create new issues, in line with the EU’s principle of ‘do no significant harm’.

At Tikehau Capital, our investment approach is aligned with the goal of net-zero emissions by 2050, so we are focusing both on emissions reduction and on supporting nature-based solutions.’

## How can private equity lead on decarbonisation efforts in portfolios?

‘Energy, buildings, manufacturing and transport are responsible for most greenhouse gas emissions, which we try to address through our decarbonisation strategy. Meanwhile, our regenerative agriculture strategy looks to address emissions from agriculture and land use.’

While the global goal is net zero by 2050, halving emissions by 2030 provides a more pragmatic and achievable target for companies. This still requires a lot of scaling up, and the only feasible way to achieve this, is by leveraging the technology currently available today. We need to invest in the know-how we already have in relation to renewable energy, energy efficiency, the electrification of transport, and heat pumps, for example.

We invest in companies that are already profitable and help them scale quickly, looking for opportunities to back the technologies needed to reduce emissions and companies that enable scale up. An example from our portfolio is CEBAT, an Italian infrastructure services provider that specialises in the installation of utility networks to enhance electricity, water and telecoms grids.’

### What unique opportunities does private equity have in driving regenerative agriculture?

‘Regenerative agriculture addresses environmental challenges by driving sustainable farming, carbon sequestration, biodiversity enhancement and ecosystem restoration. After oceans, land is the second largest carbon sink, making it significant for addressing climate change.

It is also critical for many industries beyond food, such as fashion and fuel. Those industries are heavily dependent on soil, and yet, according to the Food and Agriculture Organization’s ‘The State of the World’s Land and Water Resources for Food and Agriculture: Systems at Breaking Point (SOLAW 2021) – Synthesis Report’, almost a third of the world’s croplands are degraded because of increasing intensification of agricultural practices. There are a lot of issues around resilient agriculture, which is why you see many large corporates making commitments to support the transition towards regenerative agriculture.

Our regenerative agriculture strategy invests in the solutions needed to drive this transition. These fall into four buckets: the inputs, such as biopesticides and feeds, equipment, to facilitate things like precision watering, outputs, supporting development of the supply chain from farm to user, and impact measurement. The first investment for our regenerative agriculture strategy was in BioFirst Group, a leader in pollination and integrated biological pest and disease control.’

### How can private equity firms scale impact through collaboration?

‘One thing we prioritise across our private equity strategies is partnering with corporates to accelerate impact. Those industry players invest their capital alongside us and bring their expertise, on-the-ground knowledge and networks, helping us screen investment opportunities and build value during the holding period. Our strategic partnerships with TotalEnergies in the energy transition sector, and with Unilever and AXA Climate in regenerative agriculture, are valuable as we look to drive impact at scale.

We also partner with other investors to accelerate impact, such as sovereign wealth funds with large, long-term asset pools looking for long-term capital preservation. They often have a focus on intergenerational

equity, which makes impact strategies particularly attractive to them. We are involved with the One Planet Sovereign Wealth Fund Network, for example, which was established to accelerate the integration of climate-related financial risks and opportunities into the management of large, long-term asset pools.

Finally, we are part of many industry associations and partnerships that focus on collaboration to drive impact. That is particularly important when it comes to regenerative agriculture, because that area is still somewhat lagging in terms of defining metrics. We are part of the One Planet Business for Biodiversity coalition, focused on scaling up regenerative agriculture, boosting cultivated biodiversity and eliminating deforestation by enhancing the management and restoration of natural ecosystems.’

### What role can climate investing play in long-term value creation for investors?

‘Clearly, climate impact is important, but our role as an asset manager is to deliver competitive financial returns alongside that impact for our investors. We think climate investing is a long-term secular megatrend that is well underway, and so we see significant upside for investors.

The key issue here is the financing gap that exists in relation to climate change. Around \$ 1.8 trillion per year is invested in clean energy globally, but that needs to rise to over \$ 4 trillion if we are to meet global targets by 2030, according to the International Energy Agency’s 2023 Net Zero Roadmap report. Geopolitical events are driving a renewed focus on energy security, which in turn accelerates the shift towards energy efficiency and renewable energy sources.

With Donald Trump as president of the US, many are watching closely to see how his policies may influence climate and energy policies. But regardless of the outcome, the transition to renewables is unstoppable. It’s not just about policy – it’s economics. In nearly every country, new electricity generation from wind and solar is now cheaper than fossil fuels, making the shift not just logical, but inevitable.

As a result of all these factors, we see a big opportunity to help drive long-term value creation in both decarbonisation and regenerative agriculture, where we aim to deliver financial returns alongside measurable positive environmental impact.’ ■



**Lindee Wong**

Director of Climate & Biodiversity, Tikehau Capital

#### Important notice:

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

## SUMMARY

Private equity can drive climate resilience by investing in decarbonisation and regenerative agriculture.

Halving emissions by 2030 requires significant scaling up and leveraging currently available proven technology.

Strategic partnerships with corporates and sovereign funds help accelerate climate solutions.

Climate investing is a long-term trend, offering strong financial returns and measurable environmental benefits.

# Investeren in innovatie voor toekomstbestendige zorg

Met het Voorop in Zorg-fonds stimuleert Coöperatie VGZ innovatieve oplossingen die bijdragen aan toegankelijke en betaalbare zorg. Financial Investigator sprak met een van de initiatiefnemers, Erik Jan van Bergen, Managing Director Health Impact Investeren bij Coöperatie VGZ.

Door Daan Nijssen

## Wat is het doel van het Voorop in Zorg-fonds en waarom heeft VGZ dit fonds geïntroduceerd?

‘We vinden gezonder leven belangrijker dan ooit, maar gezond zijn is niet voor iedereen vanzelfsprekend. Gelukkig hebben we in Nederland goede, toegankelijke en betaalbare zorg. Dat willen we graag zo houden. Daarom zet VGZ zich als coöperatie zonder winstoogmerk in voor een gezonder Nederland en vernieuwing van de zorg. Proces- en productinnovatie helpen hierbij. Met het Voorop in Zorg-fonds wil VGZ innovatie aanjagen om zorg toekomstbestendig te houden. Het fonds levert financieel kapitaal aan innovatieve bedrijven. En we helpen onze portfoliobedrijven bij zaken als marktintroductie en opschaling in Nederland door toegang te bieden tot onze expertise over bijvoorbeeld vergoedingen, marktom-

vang, huidige zorgpaden, contracterings- en verdienmodellen.’

## Hoe combineren jullie maatschappelijk en financieel rendement?

‘Als impactinvesteerder willen we ons kapitaal inzetten voor een positieve verandering in de Nederlandse gezondheidszorg. Het betaalbaar en toegankelijk houden van die zorg is voor ons een belangrijke maatschappelijke opdracht en gaat hand in hand met het nastreven van een gezond financieel rendement. Beide zijn even belangrijk. Om impact in de zorg meetbaar te maken, ontwikkelen we samen met een aantal gelijkgestemde investeerders een uniform raamwerk om de impact van onze investeringen consequent te beoordelen. VGZ wil daarnaast een marktconform financieel rendement behalen op al haar beleggingen, om zo de maandelijkse premies voor de leden zo laag mogelijk te houden. Dat geldt ook voor de investeringen van het Voorop in Zorg-fonds. Hier toetsen we altijd of beide doelstellingen bereikt kunnen worden.’

## Hoe ziet de samenstelling van het team eruit?

‘Ons beheerteam bestaat uit zes personen met expertise op het gebied van zorg, commercie, IT, financiën en impact. Het team werkt bij elke investering nauw samen met de relevante experts in onze Zorg, Leden en IT-divisies. In de praktijk gaat het dan om zorginkopers, innovatiespecialisten, medisch adviseurs, business developers, marketeers en data scientists. Onze collega's beschikken op hun eigen vakgebieden over diepgaande specialistische kennis en hebben goede netwerken in het Nederlandse zorgecosysteem van onder meer toezichthouders, centrale/lokale overheden, zorgorganisaties en belangenverenigingen voor patiënten en zorgprofessionals.’

## Hoe worden de bedrijven waarin jullie investeren geselecteerd?

‘Ons beheerteam gebruikt in haar investeringsproces vijf belangrijke aandachtsgebieden om potentiële investeringen te selecteren. Daarvan zijn de volgende twee specifiek voor VGZ:

- **Maatschappelijke impact:** Hoe gaat een innovatie op termijn bijdragen aan de betaalbaarheid en toegankelijkheid van de zorg voor onze leden?
- **Additionaliteit:** Welke waarde kan VGZ aan de onderneming toevoegen door te investeren?

FIGUUR 1: MEDTECH, DIGITAL HEALTH



Bron: VGZ

Daarnaast zijn er aandachtsgebieden die ook door veel andere investeerders gebruikt worden:

- **Waardepropositie:** Dit betreft de huidige status van het product of de dienst. Wat moet er nog gebeuren en wat maakt het uniek? Welke zorgbudgetten en/of betaaltitels zijn er al? Wat is de marktpotentie en positionering van het product, en hoe ziet het businessmodel eruit?
- **Stakeholderanalyse:** Dit gaat over de kwaliteit van het managementteam, de concurrentie, marktverhoudingen, key opinion leaders en welke inkopers/financiers/gebruikers winnen of verliezen als gevolg van de innovatie.
- **Financiële analyse:** Hierbij wordt nauwkeurig gekeken naar onder meer het marktpotentieel, omzetspotentieel, waardering, financiële en juridische documentatie.

### Op welke thema's concentreert het Voorop in Zorg-fonds zich?

'Het Voorop in Zorg-fonds investeert in Medtech, Healthtech, Digital Health Services & data-uitwisseling. We focussen hierbij op bedrijven die oplossingen bieden voor het verhogen van het arbeidspotentieel, het verlagen van het zorggebruik en de vermindering van de zorginstroom. Zo besparen we tijd voor zorgprofessionals, zetten we hulpmiddelen slimmer in en leveren we een bijdrage aan de zelfregie van patiënten.'

### Hoe bepalen jullie of een bedrijf bijdraagt aan toegankelijke en/of betaalbare zorg?

'Wij verwachten jaarlijks meer dan 100 investeringsproposities binnen te krijgen. Met het beheerteam maken we een eerste 'screening' op de potentiële bijdrage aan de toegankelijkheid en betaalbaarheid van de zorg. De kansrijkere proposities bespreken we met de relevante experts uit de Zorg, Leden en IT-divisies. Zij hebben door hun dagelijkse werk in de regel veel gedetailleerde kennis over de specifieke deelterreinen en helpen ons om de beoogde impact in kaart te brengen.'

### Hoe maken jullie de keuze tussen seed-, early stage- en growth-bedrijven? En tussen directe en indirecte investeringen? Zijn er geografische voorkeuren?

'Onze focus ligt voornamelijk op seed- en early stage-bedrijven. Door in deze vroege fase betrokken te zijn, kunnen we met onze

kennis, kunde en toegang tot ons netwerk deze bedrijven helpen zich sneller te ontwikkelen. Bij investeringen in growth-bedrijven kijken we met name naar bedrijven die de strategische doelstellingen van VGZ versnellen.

Geografisch streven we ernaar dat zoveel mogelijk van onze investeringen landen in de Nederlandse markt. In de Europese markt trekken we op in consortia van gelijksoortige investeerders. We staan slechts beperkt open voor investeringen in de VS en de rest van de wereld, omdat onze grootste toegevoegde waarde zit in het Nederlandse zorgecosysteem.

De nadruk ligt op directe investeringen in bedrijven, waarbij ook ruimte is voor indirecte investeringen door samenwerkingen met een beperkt aantal fondsmanagers en partners die ook buiten Nederland actief zijn met vroege fase-investeringen in de gezondheidszorg. Zij bieden ons in specifieke segmenten de schaal, de ervaring, de kennis en/of het netwerk die vooral als Nederlandse zorgverzekeraar niet makkelijk te behalen valt.'

### Wat zijn de grootste uitdagingen bij zorginvesteringen?

'Vernieuwing in de zorg is per definitie uitdagend, omdat de kosten en baten van veel innovaties vaak bij verschillende partijen in de keten vallen. Dit kan adoptie in de weg staan. Het is daarom van extra belang om de hindernissen aan de inkoperskant zorgvuldig in kaart te brengen: is er budget, past de oplossing in het vergoedingsstelsel, of moet er nog een betaaltitel komen? Maar ook wanneer deze businesscase helder is, blijft het pad naar de markt zeer uitdagend. Productinnovaties in de zorg kennen namelijk langlopende en kostbare regulatoire trajecten waarin doelmatigheid en veiligheid uitvoerig worden getoetst alvorens een product commercieel verkocht mag worden.

Het vereist van investeerders dan ook een lange adem, waarbij het helpen versnellen van de doorlooptijd veel waarde toevoegt. Lang niet iedere investeerder is hier echter toe bereid of voldoende toe geëquipeerd. Wij zien in de huidige markt dan ook een terugtrekkende beweging van investeerders om juist in deze risicovolle sector vroege fase-kapitaal te verstrekken. Wij hopen met het Voorop in Zorg-fonds aan deze uitdaging bij te dragen.' ■



**Erik Jan van Bergen**

Managing Director  
Health Impact Investeren,  
Coöperatie VGZ

## IN HET KORT

Het Voorop in Zorg-fonds is door VGZ, als coöperatie zonder winstoogmerk, opgericht om innovatie in de Nederlandse gezondheidszorg te stimuleren.

Het fonds heeft marktconforme financiële en maatschappelijke impactdoelstellingen, die beide even belangrijk zijn.

VGZ stelt haar financieel en menselijk kapitaal ter beschikking aan geselecteerde ondernemingen.

Investeringen worden beheerd door een VGZ-team van zes personen in nauwe samenwerking met verschillende experts uit de Zorg, Leden en IT-divisies van VGZ.

De grootste uitdagingen zijn de benodigde specialistische zorgkennis en de lange doorlooptijden voor markttoegang van zorginnovaties.

# Construction materials of the future

Dutch carbon emissions are heavily influenced by the built environment. Embracing bio-based materials can revolutionize sustainability, but changing societal views and fostering supply chain collaboration are key to success.

By Kosma Matysiak



Carbon emissions and their financing have been an important point of attention for financial institutions for a long time. And while we observe sufficient attention being paid to the energy efficiency of the housing stock, expressed by the energy label, the awareness of its total contribution to carbon emission levels still seems to be rather limited. As the energy label focuses primarily on the operational efficiency of the property, it provides only limited information about the total carbon footprint realized throughout the entire lifecycle of the building. The built environment and construction sector are jointly responsible for almost 40% of the Dutch

carbon emissions<sup>1</sup>. If nothing changes, there is a potential risk that the construction sector, with its current contribution to the overall CO<sub>2</sub> emissions, will not be able to comply with the Paris Agreement targets. This is similar to the impact of the nitrogen crisis in the Netherlands. The housing pressure is only contributing to this problem.

The concept of 'embodied carbon' combines carbon emissions produced during the construction phase and throughout the building's lifetime. It might be surprising to the reader that, in the case of recently built housing stock, only around a third of the carbon emissions can be attributed

to the ongoing energy use. The remaining two thirds stem from (raw) materials like steel and concrete, considering their production process, transportation to and installation at the construction site. With increasingly energy-efficient newly built properties, this ratio is only getting more out of proportion. The statistics speak for themselves - it is difficult to ignore the impact of raw materials used in the construction process for much longer. This is where bio-based construction materials should play a significant role.

## But what exactly are bio-based materials?

Bio-based components could be defined as resources which are naturally grown and are therefore renewable and bio-degradable. Timber is a traditional example of a bio-based material that has been used in the construction industry since before we can even remember. In the past century its popularity has been fading to some extent in favor of contemporary materials like

concrete or steel. As industrialized materials were easier to obtain in large quantities and at consistent quality levels, they played a central role in the reconstruction of post-war Europe. These factors are slowly becoming less relevant with engineered wood products. With the ever-growing emphasis on a healthy lifestyle and healthy living conditions, timber is experiencing its renaissance.

Modern production techniques allow constructors to prefabricate selected modules of the house in the factory and assemble them on the construction site or in the factory itself. This approach shortens the timelines of the construction process by using modular assembly techniques and reducing dependency on weather conditions. Additionally, it helps to minimize human error. With the right engineered wood products, it is possible to reach an optimal stiffness of wooden components, going beyond the specification of traditional wooden logs. A limited use of steel and concrete can further reduce

**'Modern production techniques allow constructors to prefabricate selected modules of the house in the factory and assemble them on the construction site or in the factory itself'**

the weight of the structure, depth of foundations, as well as cost and emissions related to construction and transportation. With proper ventilation and moist control, modern wooden constructions could last for at least 100 years.

However, timber is not the only bio-based alternative: fibre crops like flax and hemp allow for good quality isolation materials, and in the future, we could see kombucha and mango leather, or even seashells applied in our homes.

### Supply chain is essential

In the wake of a lack of economies of scale, higher risk and innovation costs involved at the outset, sustainable technology is expected to come at a cost. It is estimated that the construction of bio-based homes could initially be 5%-10% more expensive compared to homes built with conventional materials. This price pick-up, due to higher development and production costs, is expected to level out over time once production techniques become more industrialized and the supply chain is mature and well organized. The economies of scale related to larger scale production, in combination with shorter

project timelines, could bring the overall construction costs closer to par.

To make this possible, all links in the supply chain need to collaborate in finding structural solutions and synergies. It could start with the gradual conversion of traditional farming practices and increased use of responsible forestry, followed by developments of bio-based production factories.

Last but not least, it is time to start challenging the popular societal views (we all still remember the story of Three Little Pigs). As most future homeowners will finance their homes with mortgage loans, it is vital that mortgage originators, as well as financial institutions investing in Dutch residential mortgages, become engaged and open to accepting buildings constructed with bio-based components.

Under the existing framework, there is a clear link between the maximum borrowing capacity and the energy efficiency of the property that allows future owners of energy-efficient homes to benefit from additional amount of the mortgage. Perhaps a similar framework should be

established to incentivize borrowers who consciously opt for environmentally friendly bio-based homes?

### Closing thoughts

The idea that bio-based materials could prevent a large part of future carbon emissions (even excluding the actual storage of carbon in the material during their growth phase) makes them a viable solution to the problem. Measurability of the impact of bio-based buildings could be achieved by using existing indicators. This is particularly interesting for investors, as it could provide an assessable impact on the sustainability profile of their portfolios, aligning with global climate goals.

Embracing bio-based construction materials not only paves the way for a sustainable future but could also offer a holistic solution to carbon emissions, housing shortage, and new business model for farmers and the revitalization of local economies. This makes it an important step toward a greener and more resilient world.

Perhaps it is time to rewrite the story of The Three Little Pigs? ■

<sup>1</sup> Source: Op weg naar co<sub>2</sub>-neutraal | Duurzaam Gebouwd



**Kosma Matysiak**

Head of RFM Portfolio Management,  
Rabo Fund Management

## SUMMARY

The built environment is a relevant driver behind Dutch carbon emissions.

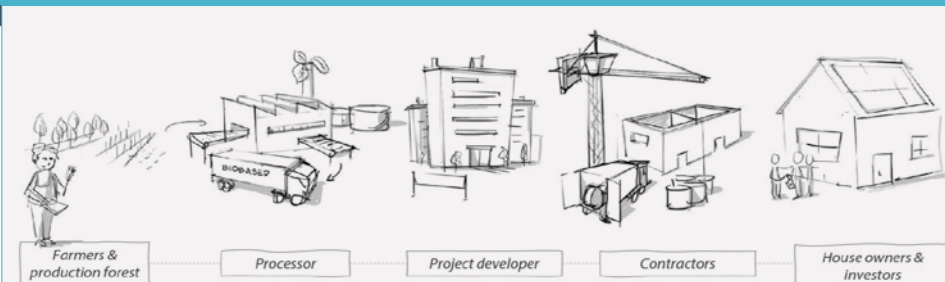
Popular energy label indicators focus on operational efficiency, not on the total carbon footprint.

Bio-based materials offer a sustainable alternative to traditional materials, which contributes to significant carbon savings and healthy living.

Supply chain collaboration is essential to reduce costs and increase the adoption of bio-based materials.

Before bio-based construction can pave the way for a sustainable future the popular societal views have to change.

**FIGURE 1: SUPPLY CHAIN**



Source: Rabo Fund Management

# The green switch is only the first step

The demand for green power, driven by the electrification of all kinds of processes, is growing faster than ever. For investors, there are significant opportunities for financial returns as well as sustainability outcomes.

By Michiel Pekelharing

Last year, roughly 47% of European electricity consumption<sup>1</sup> came from green sources. For the first time in history, the share of electricity derived from solar power surpassed that from coal. However, it is very premature to think that the rise of green energy - and the investment opportunities associated with it - is losing momentum. 'Electricity is at the heart of our modern economy,' stresses Rosie French, Head of Sustainability at Schroders Greencoat, 'That's quite a change with the past, when fossil fuels were the engine of economic activity. But with the electrification of transport, heating and industrial processes, as we seek to decarbonise our economy, electricity is increasingly becoming the dominant form of energy.'

## Energy transition in three steps

In addition to achieving the climate goals set by the European Union, the energy transition is also crucial for macroeconomic stability and independence. Consider the geopolitical tensions around gas supplies or the impact of oil prices on inflation.<sup>2</sup> According to Jamie Milne, responsible for Schroders Greencoat's private markets' investor relations, there is a significant opportunity for investors who look beyond traditional asset classes.

'When you consider the vast capacity and infrastructure that is required to support the energy transition - from wind farms to grid reinforcement and battery storage - you realise that this is an investment story that is going to play out over several generations,' Milne says. 'We are currently in the midst of this process. The initial phase involves transitioning electricity generation from

fossil fuels to renewables. Subsequently, there will be an increasing demand for applications of that green power. Finally, you will see that renewable and low carbon energy investment solutions will also be found in sectors where it is difficult to reduce carbon emissions.'

In Milne's view, investors don't need to be concerned that the low-hanging fruit of the energy transition has now been picked: 'Initially, natural gas was seen as an energy source for the intermediate phase from fossil fuels to renewable power. However, with the war in Ukraine, Europe is pushing hard to reduce its dependence on Russian natural gas. As part of this effort, countries and consumers have also taken various measures to reduce energy consumption, marking a significant step towards improved energy efficiency. The shift from fossil fuels to electrification is now gaining momentum. A good example is the rise of electric vehicles. Meanwhile, electrification is becoming more prevalent across the economy. In both residential and commercial properties, fossil heating systems are being replaced by heat pumps. The demand for electricity is also increasing rapidly due to technological trends such as the rise of artificial intelligence. This requires substantial computing power and data storage capacity. Many major global technology companies have set clear targets to reduce net CO<sub>2</sub> emissions to zero, leading new data centres to increasingly rely on low-carbon electricity. Consequently, the demand for new capacity in solar, wind and energy storage is expected to rapidly increase in the future.'

## Expertise and experience prevail

However, investors would be wise to not focus solely on building new solar and wind infrastructure as quickly as possible. Rosie: 'The new capacity must be connected to existing energy infrastructure. As the grid is already congested in many areas, we must navigate local regulations while contending with a shortage of technicians, making the process more complex than it appears. Schroders Greencoat has been active in this space since 2009. Our team consists of over 60 technical specialists with backgrounds in turbine development, engineering, utilities, and many more specialist areas. This diverse skill set has enabled us to establish a strong track record in the acquisition, development, and operation of renewable energy generation and energy transition infrastructure. Furthermore, we pay close

attention to environmental and social considerations, including biodiversity. While measuring biodiversity impacts is more challenging than assessing CO<sub>2</sub> emissions, we focus on the presence of habitat management plans in projects within sensitive areas. These plans are essential for minimising the impact on local species and enhancing biodiversity. Additionally, there is growing awareness of natural risks in the private investment market. For bioenergy and green hydrogen projects, water is crucial for processes like cooling or electrolysis. We assess how climate change affects long-term water supply on a regional basis. This is very important, as nature and water risks are directly linked to the operational and therefore financial performance of renewable energy projects.'

Financial returns and sustainability outcomes do not stand in isolation at Schroders Greencoat. Milne: 'At Schroders Greencoat, sustainability is deeply embedded in the investment model. Every euro invested contributes to reducing carbon emissions, advancing our progress towards net-zero targets and fostering the development of the European economy. First and foremost, an allocation to energy transition infrastructure should be financially attractive, with specific characteristics (contracted cashflows, inflation protection etcetera) that cater to the needs of many institutional investors. Initially, we cast the investments in a private form that fits well with the long-term commitments and cash flow needs of these investors. Over time, we've expanded access to a broader client

base through other structures, including two investment vehicles that are listed, enabling retail and wealth investors to take direct positions in them. We also offer semi-liquid structures, tailored for the wealth segment. Traditionally, we have invested in operational renewable energy capacity, such as wind and solar farms, which helps us mitigate the operational risks associated with the construction phase. We enter into long-term contracts that include an inflation component. Thanks to the indexation of energy contracts, the future revenue stream is very easy to plot. As the sector matures, we are also exploring opportunities into the electrification of demand, such as district heat networks, electric vehicles, datacentres, as well as the decarbonisation of carbon-intensive industries, aviation and agri-chemicals. These sectors require investments at earlier stages of development and expert knowledge in power; the key lies in treating these nascent sectors with the same rigor we apply to building a conventional solar farm, ensuring thorough planning consent, creditworthy off-takers, contracted cash flows, and low technology risk.'

### Attractive investment

From the perspective of predictable financial returns and asset/liability matching, renewable energy generation has long been an attractive investment. However, the landscape of sustainability has dramatically transformed since Schroders Greencoat's inception over 15 years ago. Today, sustainability is firmly embedded in the policies of professional investors across much of the globe. A good example of this >



**Rosie French**

Head of Sustainability,  
Schroders Greencoat



**Jamie Milne**

Head of Investor Relations  
Private Markets,  
Schroders Greencoat

### Schroders Greencoat: financial and sustainable returns go hand in hand

Schroders Greencoat Capital is a specialist asset manager offering institutional investors access to the market for renewable electricity generation and infrastructure, such as wind, solar and bioenergy projects. It was founded in 2009 and has been part of Schroders since 2021. Schroders Greencoat manages nearly € 12 billion worth of assets in the UK, Europe and the US. Meanwhile, the total capacity of the more than 400 projects comes to 7.4 gigawatts, or enough to power almost half of all Dutch households. A key feature of the projects is that in addition to robust financial returns, they also make a significant impact in sustainable terms. By 2023, Schroders Greencoat's green energy generation avoided 5.8 million tonnes of CO<sub>2</sub> emissions.

### Schroders Capital

Schroders Capital is the private markets arm of Schroders. The division manages more than € 76.3<sup>3</sup> billion across private debt/credit alternatives, real estate, private equity and infrastructure investments, among others. Within these activities, Schroders Greencoat is the renewable energy and infrastructure specialist for the energy transition. Globally, within Schroders Capital, there are more than 370<sup>4</sup> investment professionals in 26<sup>5</sup> locations worldwide looking for the most favourable risk-return ratio within private markets. In doing so, major macro trends such as reducing carbon emissions, demographics, deglobalisation and the rise of artificial intelligence are used as investment compasses. Schroders Capital offers clients several options for taking positions in private markets. Solutions range from co-investments, different building blocks for institutional portfolios, to semi-liquid funds, which offer clients much more flexibility.

shift is the introduction of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) in continental Europe. French: 'In the UK, it is already mandatory for asset managers, pension funds and other asset owners to report on climate related risks and opportunities for their portfolios, and many have set targets to reduce carbon emissions to net zero over time. Even in the absence of such regulations, asset managers have a fiduciary responsibility to account for climate change risks in their investment policies. This expectation is unlikely to change soon.'

For now, the backlash towards SRI from the United States is not yet working its way into the sustainability goals of European governments and companies. French: 'Recently, I attended a global conference of chief sustainability managers, where a survey of attendees showed that while all companies are dedicating similar amounts of time and resources to sustainability initiatives, they are not putting the spotlight on them as much for the time being. In my view, this presents a risk. If we don't talk about sustainability risks and opportunities, we fail to communicate to consumers and governments that these issues are significant. As an industry, we must strike the right balance. Incidentally, US President Donald Trump's policies are obviously having a major impact on the economy in several ways. By way of background, the US administration's activity in the first 100 days has created considerable uncertainty in the US. However, we believe that operational and late-stage construction assets in the region will demand a premium in the coming years. We also feel there could be a Trump premium or greater interest in Europe and Asia-Pacific because of investor uncertainty in North America.'

In the longer term, the challenge lies in developing sustainable alternatives for CO<sub>2</sub>-intensive activities where it is still difficult to reduce emissions. In this context, green hydrogen could potentially offer a solution in the long run. French: 'Take paper and pulp production as an example. This process requires significant amounts of energy and heat, currently sourced from natural gas. Electrolysers are being developed to convert electricity into hydrogen using renewable energy. By utilising hydrogen produced from green electricity, we can drastically reduce CO<sub>2</sub> emissions across various industrial processes.' 'More is possible in this respect

than one might think,' Milne stresses: 'We are exploring participation in a project that converts renewable energy into green hydrogen. The next step is to use that hydrogen to make methanol, which can serve as fuel for shipping – a fast-growing market for which long-term supply contracts can be concluded. Recently, one of the larger cargo shipping companies informed us that they already have more than 20 ships running on methanol. This illustrates the expanding opportunities for investors in green energy infrastructure and capacity.'

This places an increasing emphasis on sustainable impact. At Schroders Greencoat, our funds implement an impact framework that is systematically embedded in the investment process and based on internationally recognised impact standards such as the Operating Principles for Impact Management and IRIS+. The first step involves identifying in what way impact is being sought through the investment: what is the sustainable intention? It is then crucial to identify the current and future impact and to look at how that impact is generated. In addition to that, we also consider potential factors that might hinder the achievement of the intended impact. With this approach, we are actively contributing to the pursuit of the SDGs, in particular SDG 7 (affordable and sustainable energy), SDG 9 (industry, innovation and infrastructure) and SDG 13 (addressing climate crisis) through investing in renewable energy and energy transition infrastructure.' ■

- 1 Source: European Electricity Review 2025, EMBER (2025): <https://ember-energy.org/latest-insights/european-electricity-review-2025/2024-at-a-glance/>
- 2 Source: Second-Round Effects of Oil Prices on Inflation in the Advanced Foreign Economies, Federal Reserve (15 dec 2023): <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/second-round-effects-of-oil-prices-on-inflation-in-the-advanced-foreign-economies-20231215.html>
- 3 Source: Schroders Capital as of 31 December 2024
- 4 Source: Schroders Capital as of 31 December 2024
- 5 Source: Schroders Capital as of 31 December 2024

#### Disclaimer

Important Information  
Marketing material for Professional Clients only. This information is a marketing communication. Any reference to regions/ countries/ sectors/ stocks/ securities is for illustrative purposes only and not a recommendation to buy or sell any financial instruments or adopt a specific investment strategy. Reliance should not be placed on any views or information in the material when taking individual investment and/or strategic decisions. Past Performance is not a guide to future performance and may not be repeated. The value of investments and the income from them may go down as well as up and investors may not get back the amounts originally invested. Exchange rate changes may cause the value of investments to fall as well as rise. Information herein is believed to be reliable but Schroders does not warrant its completeness or accuracy. The data contained in this document has been sourced by Schroders and should be independently verified. Third party data is owned or licenced by the data provider and may not be reproduced, extracted or used for any other purpose without the data provider's consent. Neither Schroders, nor the data provider, will have any liability in connection with the third-party data. Schroders will be a data controller in respect of your personal data. For information on how Schroders might process your personal data, please view our Privacy Policy available at <https://www.schroders.com/en/global/individual/footer/privacy-statement/> or on request should you not have access to this webpage. For your security, communications may be recorded or monitored. Issued by Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxembourg. Registration No B 37799.

For more information about Schroders Capital, and its various Private Markets investment opportunities, contact the team.

#### Schroders Capital:



#### Schroders Greencoat:



#### Contact:

Sjoerd Hoogeveen

Client Director

E: [sjoerd.hoogeveen@schroders.com](mailto:sjoerd.hoogeveen@schroders.com)

## SUMMARY

The switch from fossil energy generation to renewable power is the first stage in a much larger energy transition.

With the electrification of transport and heating, the demand for renewable electricity is rising sharply.

The need for green electricity is growing in the longer term as carbon-intensive industrial processes also make the switch.

The energy transition provides considerable investment opportunities for investors seeking both financial returns and sustainability outcomes.

Schroders Greencoat has over 15 years of experience in the energy transition sector, with one of the largest teams of technical experts managing the operational risks involved.

# Leefbaarheid begint waar drempels verdwijnen

**Er vindt steeds meer en betere samenwerking plaats tussen gemeenten, maatschappelijke organisaties, vastgoedeigenaren en retailers om binnensteden leefbaar te maken. Maar willen we leefbaarheid echt verankeren, dan moet de rijksoverheid het investeringsklimaat serieus nemen.**

De leefbaarheid van onze binnensteden draait om factoren die onze levenskwaliteit bepalen. Aantrekkelijke binnensteden zijn plekken waar mensen zich thuis voelen, waar voldoende woonruimte is en waar een aantrekkelijke openbare ruimte hand in hand gaat met veiligheid en sociale samenhang. Zulke binnensteden dragen bij aan de gezondheid, sociale cohesie en economische veerkracht.

Investeren in een leefbare binnenstad betekent dat de eenzijdige focus op winkels niet langer houdbaar is. Consumentengedrag en consumentenbehoeften veranderen. Wat nodig is, is een nieuwe balans: een functie-mix die past bij de behoeften van vandaag – met ruimte voor ontmoeting, wonen, cultuur én een sterke, gevarieerde retailmix. Blijft die ontwikkeling uit, dan staat niet alleen de aantrekkelijkheid, maar ook het functioneren van de stad als geheel onder druk. Investeren in leefbaarheid betekent dus investeren in brede welvaart, op de lange termijn en voor iedereen.

## Investeren van de grond krijgen

Het besef dat binnensteden van groot maatschappelijk belang zijn, is niet nieuw. Gemeenten, maatschappelijke organisaties én private partijen investeren ook nu al gezamenlijk in een veerkrachtige stad. Initiatieven zoals de Impulsaanpak Winkelgebieden laten zien dat gerichte samenwerking wérkt. Steeds vaker maakt woningbouw daarbij deel uit van de oplossing – met woningen boven winkels, maar ook door transformatie van leegstaand of overbodig winkelvastgoed. Zo ontstaat ruimte voor een meer gemengde en toekomstbestendige binnenstad. Hiervoor zijn grootschalige gezamenlijke investeringen nodig. Maar de realiteit is weerbarstig: het fiscale klimaat loopt uit de pas met de opgave. Met een overdrachtsbelasting van 10,4% is de

businesscase vaak niet meer sluitend te maken. Juist waar de nood het hoogst is, worden initiatieven afgeremd.

## Van visie naar beweging

Noodzakelijke investeringen – bijvoorbeeld voor complexe binnenstedelijke transformaties – stranden als de eerste stap al te duur is. Een verlaging van de overdrachtsbelasting – terug naar 6% – zou direct ruimte scheppen voor projecten die nu blijven liggen. En in tegenstelling tot de Haagse rekensommen, is dat geen gemiste belastingopbrengst, maar een slimme impuls. Meer investeringen tegen 6% leveren de schatkist – en daarmee de samenleving – meer op dan geen investeringen tegen 10,4%.

Als we echt werk willen maken van levendige binnensteden, moet die fiscale drempel omhoog. Want dan komt het noodzakelijke investeringspotentieel los.

## Vertrouwen als fundament

De urgentie is duidelijk en de wil is er. Gemeenten, maatschappelijke organisaties, retailers én vastgoedeigenaren trekken steeds vaker samen op. Ze begrijpen hoe onze binnensteden veranderen van 'places to buy' naar 'places to be'. Niet vanuit kortetermijnbelang, maar vanuit de overtuiging dat leefbare steden cruciaal zijn voor sociale samenhang en economische veerkracht.

Pensioenbeleggers – die investeren met het geld van miljoenen Nederlanders – willen daar graag aan bijdragen. Zij zoeken projecten die niet alleen financieel verantwoord zijn, maar ook maatschappelijke waarde toevoegen. En dat kan, mits het beleid die rol niet belemmert, maar juist mogelijk maakt.

Een leefbare binnenstad vraagt om gerichte keuzes die ruimte geven aan initiatief en samenwerking. Dat vergt visie én vertrouwen – in elkaar, en in het langetermijnpotentieel van onze steden. De toekomst van de binnenstad begint niet met wachten, maar met doen. Samen – op de vierkante meter en op papier. Door beleid en kapitaal met elkaar te verbinden, maken we het verschil tussen stilstand en beweging. En tussen een stad die verliest en een stad die verbindt. ■



Door **Judith Norbart**,  
Directeur, IVBN

# Software-as-a-Compounder

In het verleden volgden technologische revoluties een voorspelbaar patroon: ze begonnen met doorbraken op het gebied van infrastructuur, met name hardware, alvorens softwaretoepassingen volgden. Denk bijvoorbeeld aan IBM en Microsoft.

Door Obe Ejikeme

In het begin van de jaren '80 waren IBM en Apple de pioniers van de revolutie in personal computing, met baanbrekende hardware die ertoe leidde dat IBM in 1986 het grootste bedrijf ter wereld werd. Toen software-bedrijf Microsoft naar de beurs ging, had het een marktkapitalisatie die gelijk was aan slechts 1% van dat van IBM op dat moment. We hoeven u er niet aan te herinneren wie er op de lange termijn als winnaar uit de bus kwam.

We zien nu eenzelfde innovatiecyclus in de AI-sector. Tot nu toe is er bijna \$ 1.000 miljard geïnvesteerd in AI-infrastructuur, en nieuwe spelers zoals DeepSeek en Mistral AI zorgen er samen met

efficiëntieverbetering voor dat de kosten van het gebruik van AI dalende zijn. Investeerdens zijn nu op zoek naar concrete toepassingen die rendement opleveren. Softwarebedrijven lijken een uitstekende positie te hebben om AI in reële bedrijfstoeepassingen te integreren.

## Terugkerende inkomstenmodellen

De kracht van software ligt in de overgang van eeuwigdurende licenties naar terugkerende inkomstenmodellen op basis van abonnementen. De verschuiving naar Software-as-a-Service (SaaS)-abonnementen heeft het economische DNA van deze bedrijven fundamenteel veranderd. In tegenstelling

tot traditionele licentie-modellen, die voortdurende verkoopinspanningen vereisen om eenmalige betalingen veilig te stellen wanneer licenties verlopen, genereren SaaS-platforms annuïtaire kasstromen via automatische verlengingen en op gebruik gebaseerde prijzen. Wanneer klanten overstappen van eenmalige aankopen naar doorlopende abonnementen, betalen ze in feite de toekomstige waarde van het product vooruit terwijl ze leveranciers continu inzicht geven in de inkomstenstromen.

De financiële mechanismen zijn duidelijk: als een SaaS-bedrijf 90% van zijn klanten behoudt en de nieuwe boekingen jaarlijks met 30% weet te laten groeien, kunnen de inkomsten binnen vijf jaar verdrievoudigen. Dit staat in schril contrast met industriële sectoren, waar een vergelijkbare groei enorme investeringen vereist. Adobe is een voorbeeld van dit principe: hun overgang van de verkoop van Creative Suite-licenties naar Adobe Creative Cloud was zeer succesvol. Van 2004 tot 2014 bedroeg de omzetgroei van Adobe onder een licentiegebaseerd model ongeveer 9,5% op jaarbasis. Na de introductie van Creative Cloud is de

omzetgroei bijna verdubbeld tot 18% op jaarbasis. In deze periode was Adobe Creative Cloud goed voor meer dan 90% van de inkomsten<sup>1</sup>. Dit toont aan hoe krachtig het SaaS-model is in het stimuleren van terugkerende, ofwel compounding, groei.

## Software is schaalbaar

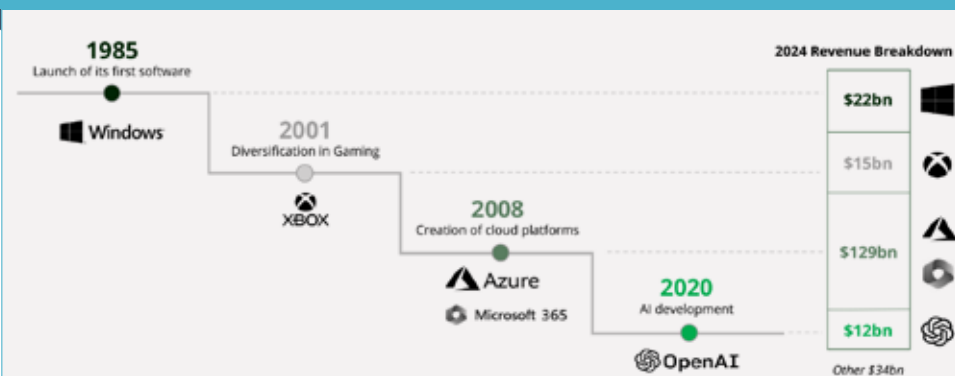
De unieke kostenstructuur van software – hoge vaste kosten voor ontwikkeling, maar slechts marginale distributiekosten – creëert een operationele hefboomwerking die ongeëvenaard is in andere sectoren. Zodra de ontwikkelingskosten zijn betaald, tikt elke incrementele software-dollar of -euro direct door in de winst. Voor beleggers vertaalt dit zich in een terugkerende groei, vrij van de inflatoire en cyclische druk die kapitaalintensieve sectoren voelen.

Wanneer een leverancier van bedrijfssoftware zoals SAP besluit om over te stappen op een cloud-first benadering, kan de reorganisatie miljarden euro's en duizenden werknemers omvatten. Naarmate zo'n transformatieproject echter een kritieke massa bereikt, zal elke nieuwe klant tot margeverbetering leiden. Op dit moment is het succes van SAP bij de overgang naar een cloudoplossing duidelijk zichtbaar: de groei in cloud-software is meer dan 25% en de operationele winst is 28% gestegen<sup>2</sup>. Met verdere technologische ontwikkeling en de opkomst van AI verwachten we meer soortgelijke patronen van transformatie en groei te zien.

## Vliegwielen voor herinvestering

Toonaangevende software-bedrijven zetten hun

FIGUUR 1: DE HERINVESTERINGSCASCADE



Het gebruik van handelsmerken en logo's impliceert geen verwantschap of goedkeuring. Het is niet bedoeld om directe investeringen in deze instrumenten te bevorderen en vormt geen beleggingsadvies. Bron: Carmignac, Bloomberg, Microsoft-website per 28/02/2025.

# ‘Softwarebedrijven lijken een uitstekende positie te hebben om AI in reële bedrijfstoeepassingen te integreren.’

ingehouden winst in om aangrenzende markten aan te boren. Daarom richten we ons op bedrijven die aanzienlijk herinvesteren. Microsofts jaarlijkse ontwikkelingsbudget van \$ 19 miljard financiert initiatieven – van AI-copilots in Office 365 tot kwantum-computing. Deze ‘herinvesteringcascade’ transformeert softwareplatforms in motoren van compounding, zoals het voorbeeld van Microsoft illustreert in Figuur 1.

## Disruptieve effecten

Voordat ChatGPT en meer in het algemeen generatieve AI opkwamen, behoorde SaaS tot de snelst groeiende bedrijfsmodellen. In de jaren ‘10 groeiden de inkomsten van SaaS-bedrijven met meer dan 300% – vijf keer sneller dan de S&P 500 in dezelfde periode. Dit opmerkelijke traject heeft de weg geëffend voor een cruciaal debat: zal AI de businessmodellen voor software ontwrichten, of zal het een tijdperk van ongekende innovatie en groei inluiden?

Zoals SAP CEO Christian Klein opmerkte naar aanleiding van het recente Deepseek-nieuws: ‘Je ziet de vooruitgang in de prestaties van grote taalmodellen of chips. Het wordt dus goedkoper. En dit is waar wij van profiteren, omdat we aan de top zitten, AI inbrengen en hoogwaardige toepassingen voor bedrijven creëren.’<sup>3</sup> Het is onze overtuiging dat AI-gedreven productiviteitswinst ten

goede zal komen aan softwarebedrijven. Het uitstapje van bijvoorbeeld ServiceNow naar AI begon in 2017 met de introductie van Predictive Intelligence, een tool ontworpen om het IT-servicemanagement te verbeteren. Door historische incidentgegevens te analyseren automatiseerde het platform de categorisering en routing, waardoor het nu met 99% nauwkeurigheid diagnoses van hardwaregerelateerde problemen kan vaststellen. Dit vermindert de handmatige interventie en zorgde voor snellere oplostijden, waarmee een precedent werd geschapen voor de rol van AI in workflow-optimalisatie.

Een van de meest veelbelovende AI-gebruiksvormen is wat we ‘agentic AI’ noemen. In tegenstelling tot generatieve AI, die zich richt op inhoud, legt agentic AI de nadruk op autonome besluitvorming en actie, waardoor systemen zich kunnen aanpassen, redeneren en zelfstandig taken kunnen uitvoeren zonder menselijke supervisie. Deze paradigma-verschuiving is in staat een revolutie teweeg te brengen in hele sectoren door het automatiseren van complexe workflows, het optimaliseren van bedrijfsprocessen en het stimuleren van schaalbaarheid. Dit zal naar verwachting een nieuwe automatiseringsgolf inluiden die tegen 2035 jaarlijks \$ 500 miljard aan extra inkomsten kan

genereren voor de bedrijfssoftware-industrie<sup>4</sup>.

## Zelfversterkende trend

Nu bedrijven van plan zijn om meer dan 50% van hun IT-budgetten in 2025 te alloceren naar cloud/SaaS (tegenover 10% in 2015<sup>5</sup>), lijken softwareleveranciers de geldmachines van de digitale economie te worden – die terugkerende inkomstenstromen creëren en nieuwe markten aanboren, waarmee ze aandeelhouderswaarde toevoegen. Ze bieden de zeldzame combinatie van terugkerende inkomsten, hoge klantbehoudsratio's en de grote expansiedrift die nodig is voor exponentiële compounding.

Softwarebedrijven vormen de hoeksteen van de technologiesector. Beleggers hebben de keuze uit een gevarieerde selectie softwaretoepassingen, zoals engineering software (Ansys, Cadence Design, Autodesk), cloud computing platforms (Microsoft, ServiceNow), enterprise resource planning software (SAP, Oracle) en gespecialiseerde software, zoals cyberbeveiliging (Palo Alto Networks) en boekhoudsoftware (Intuit). Deze selectie weerspiegelt een langetermijnvisie die gericht is op het creëren van aandeelhouderswaarde terwijl er wordt geprofiteerd van de structurele trends in de sector, met prognoses voor een jaarlijkse groei (CAGR) van zo'n 13,7% tot 2030<sup>6</sup>. ■



**Obe Ejikeme**

Fund Manager, Analyst,  
Carmignac

## IN HET KORT

Technologische innovatie begint vaak met hardware, maar softwaretoepassingen blijken op de lange termijn succesvoller.

SaaS-modellen zorgen voor stabiele, terugkerende inkomsten en maken exponentiële groei mogelijk.

Softwarebedrijven zijn schaalbaar en profiteren van lage marginale kosten.

AI versnelt innovatie, vooral via ‘agentic AI’, en versterkt de groeipotentie van software.

Software blijft een compounding groeisector dankzij herinvestering en structurele trends.

1 Bedrijfsgegevens Adobe, Bron: Bloomberg per 20/02/2025.

2 Financiële resultaten SAP Q4 en FY 2024, Bron: SAP.nl

3 Investor's business daily, 28/01/2025: <https://www.investors.com/news/technology/deepseek-ai-enterprise-software-sap-nvidia/>

4 Redburn Atlantic, Bedrijfssoftware bel mijn agent, 19/02/2025

5 Onderzoek van Gartner, per 9/02/2025

6 Grand View Research, Software As A Service Market Size, Industry Report, 2030



### De sterkste schouders

Belastingstelsels zijn te complex en onrechtvaardig. Dit boek onderzoekt het ('verrotte') fundament van onze belastingen en biedt een radicaal nieuw perspectief op een volgens de auteur eerlijke wereld.

**Reinier Kooiman,**  
Atlas Contact

<https://tinyurl.com/4huubbb4>

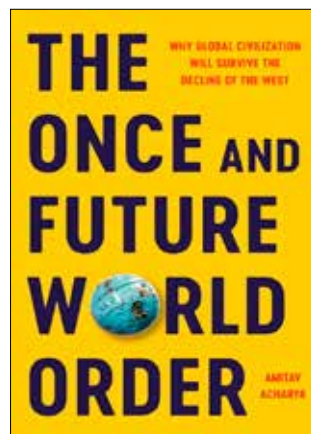


### Europa's schaduwregering - De Europese Centrale Bank ontmaskerd

Dit boek belicht hoe de ECB via kredietverlening, beleid en financiering invloed uitoefent op economie en samenleving, vaak zonder democratische controle en met onbedoelde, soms negatieve gevolgen.

**Mark Scholliers,**  
Houtekiet

<https://tinyurl.com/2eb9jv4e>



### The Once and Future World Order - Why Global Civilization Will Survive the Decline of the West

Dit werk toont aan dat wereldorde al bestond vóór de opkomst van het Westen. De achteruitgang ervan biedt kansen voor een rechtvaardiger en inclusiever systeem.

**Amitav Acharya,**  
Basic Books

<https://tinyurl.com/48tz33fh>



### Het barre land - De permanente crisis waarin de wereld zich bevindt

Dit boek onderzoekt hoe oorlogen, crises en moreel verval sinds de Koude Oorlog ons in permanente instabiliteit brengen, met parallellen met de ondergang van de Weimar-republiek.

**Robert Kaplan,**  
Spectrum

<https://tinyurl.com/3wxf94n5>



## PAPERS

### Socially responsible investment and fund performance: The moderating roles of mutual funds' operating environments

Er bestaat een omgekeerd U-verband tussen SR-integratie en prestaties van fondsen: te veel SR schaadt rendement. Beleggers moeten balanceren, beleidsmakers kunnen sturen via regelgeving.

**Dan Li, Hong Li,**  
International Review of Financial Analysis, Volume 97, January 2025, 103804  
<https://tinyurl.com/s6tbfdwk>



### Factor Zoo

Dit artikel won de 26ste Bernstein Fabozzi/Jacobs Levy Award (2024) voor beste publicatie en toont dat circa 15 factoren de hele 'Factor Zoo' dekken.

**Alexander Swade, Matthias Hanauer, Harald Lohre, David Blitz,**  
The Journal of Portfolio Management, Quantitative Special Issue 2024, 50 (3) 11-31  
DOI: 10.3905/jpm.2023.1.561  
<https://tinyurl.com/3bcdhwav>



### How Misunderstanding Factor Models Set Unreasonable Expectations for Smart Beta

De zwakke prestaties van smart beta-strategieën komen door verouderde modellen. Voor stabielere rendementen is een dynamische, actieve multifactorbenadering nodig: smart alpha.

**Bruce I. Jacobs, Kenneth N. Levy, Sangwoo Lee,**  
The Journal of Portfolio Management, January 2025  
<https://tinyurl.com/573emttt>



### ETF Adoption and Equity Market Macro-Efficiency

De groei van ETFs bevordert de marktefficiëntie, vooral tijdens volatiliteit, door misprijzing te verminderen – in tegenstelling tot eerdere zorgen over passief beleggen.

**Andrew Clare,**  
The Journal of Portfolio Management, January 2025  
<https://tinyurl.com/35uebur9>



# Thomas Dirkmaat

Van Schrodgers naar Federated Hermes:  
'Uiteindelijk draait alles om vertrouwen'



**2006**  
Msc Marketing &  
Statistics, Vrije  
Universiteit Amsterdam

**1982**  
Geboren in Alkmaar

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

'Na 12,5 jaar in mijn vorige functie was het tijd voor een volgende stap. De Benelux werd voorheen gecoverd door collega's uit London, maar nu ben ik, vanuit een recent geopend kantoor in Amsterdam, verantwoordelijk voor deze regio. Ik kan niet anders zeggen dan dat ik blij ben met mijn keuze.'

## Welke aspecten van uw functie geven u nu al energie?

'Waar ik voorheen alleen focuste op een deel van de

Nederlandse markt, ben ik nu verantwoordelijk voor alle relaties in de Benelux. Wij hebben een grote bestaande book-of-business bij diverse pensioenfondsen, fiduciaries en wealth managers in de Benelux, die ik allemaal in de afgelopen maanden heb ontmoet. Een deel hiervan zijn nieuwe relaties voor mij en dat geeft zeker energie.'

## Wat was uw allereerste (vakantie)baantje en wat heeft u daar geleerd?

'Ik ben begonnen als verkoper in een telefoonwinkel. Naast het uitleggen aan klanten hoe een mobiele telefoon werkt en hoe je een SIM-kaart plaatst, heb ik met name geleerd hoe je de klant centraal moet stellen.'

## Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Federated Hermes?

'Ik werd benaderd door een headhunter uit het VK. Omdat ik geen directe reden had om over te stappen, ben ik kritisch geweest op deze rol en met name op Federated Hermes als huis. Zonder de huidige book-of-business en het scala aan beleggingsoplossingen had ik deze stap niet genomen. Ik geloof namelijk niet in het opbouwen van een nieuw of onbekend merk. Daar is de asset management-industrie mijns inziens al te volwassen voor. De huidige klanten gaven mij direct het vertrouwen dat we goede dingen doen.'

## Wat verwacht u daar als Director Business Development Benelux te bereiken?

'Omdat de business altijd vanuit Londen is gedaan, weet nog niet iedereen waar wij voor staan. Wij zijn koploper op het gebied van actief en verantwoord beleggen en bieden een breed scala van strategieën aan, van liquiditeitsoplossingen tot fixed income- en aandelenstrategieën. Tevens beheren wij een aantal private markets-oplossingen, waaronder een wereldwijde private equity co-investment-strategie en een senior secured direct lending-strategie. Daarnaast zijn wij de grootste engagers ter wereld middels de stewardship-service die wij aanbieden, genaamd 'EOS'. Wij gaan al 25 jaar de dialoog aan met bedrijven over ESG-onderwerpen.'

## Wat is het belangrijkste dat u hebt geleerd in uw vorige baan en hoe neemt u dat mee in deze nieuwe rol?

'Uiteindelijk draait alles om vertrouwen. Dat zal ik nooit uit het oog verliezen.'

## Wat zijn uw persoonlijke ambities?

'Zakelijk gezien zou ik graag onze book-of-business willen uitbreiden in de Benelux. Samen met onze beleggingsoplossingen en de uitbreiding van een kantoor in Nederland en iemand 'on the ground' moet dat mogelijk zijn. Op privé-gebied is de ambitie om een beetje de werk-privé balans in de gaten te houden. Ik heb recent mijn vriendin ten huwelijk gevraagd en ik moet er natuurlijk wel voor zorgen dat ze volgend jaar nog steeds met me wil trouwen:)' ■

**Steven Go**

is bij MN gepromoveerd tot Investment Manager Treasury | Treasury & Equity Execution.

**Richard Roberts**

is benoemd tot Chief Finance and Investments Officer bij Pool Re. Hij komt over van AllianceBernstein.

**Arnold Gast**

is bij Morningstar Sustainability gepromoveerd tot Senior Director ESG Ratings.

**Vincent Juvyns**

is aangesteld als Chief Investment Strategist bij ING België. Hij komt over van J.P. Morgan Asset Management.

**Norbert Bol**

is bij R / A Wealth Advisors aangesteld als Partner External Manager Selection. Hij blijft daarnaast actief voor zijn eigen bedrijf BuildingValues.

**Max Eilering**

is benoemd tot Specialist Beleggingen bij ABP. Hiervoor was hij Portfolio Manager bij Pf. Rail & OV.

**Cristina Cedillo - van den Berg**

is bij Robeco gepromoveerd tot Director Cluster Lead Environmental Engagement.

**Jan-Willem de Tombe**

is benoemd tot Chief Operating Officer bij Dentons Netherlands.

**Jasper Streefland**

is bij Allianz Global Investors aangesteld als Director Institutional Business.

**Lucas Crasborn**

is benoemd tot Directeur Beleggingen bij Optimix Vermogensbeheer. Hij komt over van Sameday.

**Else Bos**

is toegetreten tot de RvC van Achmea. Eerder vervulde ze leidinggevende functies bij ABN AMRO, PGGM en DNB.

**Hanneke Jukema en Sandra Spek**

zijn toegetreten tot de RvC van Bouwinvest. Jukema is CEO bij DAS, Spek is General Manager van Baker McKenzie.

**Wim Hekstra**

is benoemd tot CEO van Ardonagh Nederland. Hij komt over van Bain & Company.

**Martijn van Oort**

is bij Triodos Investment Management aangesteld als Managing Director Finance, Risk & Operations.

**Cathinca Walsma**

is begonnen als Senior Compliance Associate bij Privium Fund Management. Zij komt over van Theta Capital Management.

**Gijs Boumans**

gaat bij M&G aan de slag als Director Private Credit Origination. Hij komt over van ABN AMRO.

**Paul Verloop**

is benoemd tot CO-Head of Insurance Portfolio Management EMEA bij Goldman Sachs Asset Management.

**Anne Kock-de Kreuk**

is toegetreten tot de RvT van Pf. SNS REAAL. Zij is Opleidingsdirecteur bij Erasmus Economics & Business Executive Education en zit in het bestuur van Pf. PGB.

**Simon Heffels**

is bij Holland Capital begonnen als Investment Associate. Hij komt over van Evercore.

**Philip Jan Looijen**

gaat aan de slag als Expert Strategist a.i. in het Economics & SAA team van APG. Eerder werkte hij onder meer bij Goldman Sachs Asset Management, NN Investment Partners en MN Services.

**Daniël Nijdam**

is bij APG Asset Management aangesteld als Head of Client Reporting.

**Rico Fasel**

gaat bij Goldman Sachs aan de slag als Executive Director / Lead Portfolio Manager. Hij komt over van PGGM.

**Patrick Groenendijk**

is toegetreten tot de RvC van Altera Management B.V. en Altera Vastgoed B.V. Hij blijft werkzaam bij AllianceBernstein.

**Ralph Schrijnemakers**

is aangesteld als Portfolio Manager Credits bij APG Asset Management.

**Bas Smit**

is bij Oceanside begonnen als Head of Business Development Belgium & Luxembourg.

**Tim van Duren**

is benoemd tot Managing Director, Head of Benelux Business bij UBS.

**Emile Poort en Erik Beets**

zijn bij PATRIZIA aangesteld als respectievelijk Co-Head of Investment Management en Country Head Netherlands.

**Başak Küçük**

is benoemd tot Partner bij Dentons. Zij was daar al werkzaam als Counsel.

**Hans Meijer**

gaat bij ABN AMRO MeesPierson aan de slag als Relatiedirecteur Verenigingen & Stichtingen.

**Hester Borrie**

is bij MN aangesteld als Directeur Fiduciaire Advisering a.i.

**Michiel Reijnoudt**

is als niet-uitvoerend bestuurder toegetreten tot Pf. Citigroup.

**Chris van der Oord**

is benoemd tot Directeur van Robeco Pensioenfondsen. Hij komt over van Goldman Sachs Asset Management.

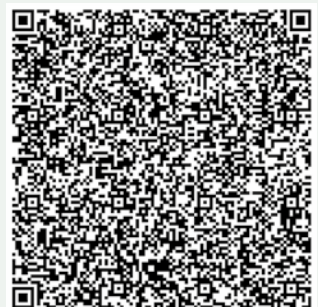
**Omar Abdellaoui**

is gestart als Risk Manager - Asset Management bij Pensioenfondsen ABP.

**Saskia van den Bronk**

is aangesteld als Director European Investments bij Bouwinvest.

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





Who's leading,  
you or the yield  
curve?

Fixed Income  
investing with  
Natixis IM.

> [IM.NATIXIS.COM](https://im.natixis.com)



# DIG TODAY, REGREEN TOMORROW

BEFORE

AFTER

HELP MEE OM DE AARDE AF TE KOELEN  
VERGROEN 124M<sup>2</sup> VOOR MAAR 8 EURO



JUSTDIGGIT