

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

DE DEMOCRATIE IS IN GEVAAR

Martin Wolf,
Financial Times

RONDE TAFEL INFRASTRUCTURE & REAL ESTATE DEBT

8 experts aan het woord

DE NOODZAAK OM MET VASTGOED IMPACT TE MAKEN IS GROOT

Saskia van den Bronk,
PATRIZIA



PANELVERSLAG
Beleggen
onder het NPS



Good things
happen when
experts come
together



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

Experience
The Expert Collective

> IM.NATIXIS.COM



HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Amesz, Bouko de Groot, Baart Koster,
 Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Jan Jaap Omvlee,
 Lies van Rijssen en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

Randy Caenen
 Han Dieperink
 Evalinde Eelens
 Iris van de Looij
 Mary Pieterse-Bloem
 Jeroen van der Put
 Karin Roeloffs

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Mehdi Abdi, Rik Albrecht, Duncan Batty, Pauline Bieringa, Marleen Bikker-Bekkers, Jelte de Boer, Rob Brand, Saskia van den Bronk, Randy Caenen, Laurent-David Charbit, Wee Mien Cheung, Lisa Crass, Emmanuel Deblanc, Han Dieperink, Noortje Draper, Karin van Dijk, Claus Fintzen, Margaret Franklin, Ronald Gordijn, Simon Gottelier, Jacco Heemskerk, Hélène Henry-Prince, Bob Homan, Thijs Jochems, Viktor Kozel, Julien Laatst, Andy Langenkamp, Lorraine van Lieshout, Iris van de Looij, Paul MacMahon, Jessica Matelski, Karin Merkus, Ruben Mikkers, David Mortimer, Anne-Marie Munnik, Jitzes Noorman, Judith Norbart, Niall O'Sullivan, Paul Oremus, Michiel Pekelharing, Salomeh Ploeger, Pim Rank, Judith Sanders, Martin Sanders, Maya Savelkoul, Markus Schaen, Bert Schoen, Astrid Smit, Tom Straver, Wouter Sturkenboom, Michelle Teng, Eelco Ubbels, Ineke Valke, Kees van de Velde, Willemijn Verdegaal en Martin Wolf

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Kees Rijken Fotografie

BASISONTWERP

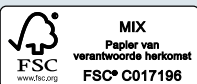
jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Impact

De financiële markten hebben de laatste maanden moeite met richting kiezen. Dat is best opvallend gezien de problemen die ontstonden bij een aantal Amerikaanse banken en Credit Suisse en in het kielzog daarvan ook nog bij Deutsche Bank. De relatief goede prestaties van aandelen in het eerste kwartaal kwamen vooral van het herstel van de technologiesector, die het vorig jaar nog zo slecht deed.



Ook de obligatiemarkten, die in 2022 nog een van de zwaarste jaren uit de geschiedenis kenden, tekenden over het eerste kwartaal weer een lichte plus op.

De vastgoedmarkten beginnen langzamerhand wat haarscheurtjes te vertonen, onder andere door de gestegen rente die de financiering lastiger maakt. Voor commercieel vastgoed begint de impact van de coronacrisis op de bezettingsgraad van kantoren steeds duidelijker te worden. In diverse landen zijn bovendien meer regels ingesteld om de vastgelopen huizenmarkten vlot te trekken.

De vraag is dan wat de meest interessante segmenten binnen de vastgoedmarkten zijn en op welke wijze je daar het beste in kunt beleggen.

Het coverinterview vond dit keer plaats met Saskia van den Bronk en Marleen Bikker-Bekkers, beiden werkzaam voor PATRIZIA. De ambitie van deze vastgoedbelegger is groot: het meetbaar maken van de SDGs, concrete doelen stellen en die niet alleen proberen te halen, maar daarin ook, als het even kan, voorop te lopen. Financieel rendement zou hand in hand moeten gaan met een rechtvaardige toekomst.

In deze uitgave speciale aandacht voor drie thema's. Over Infrastructure & Real Estate Debt gaat het Ronde Tafel-verslag van deze editie, waarin acht experts van gedachten wisselen over de verschillen, de overeenkomsten, de uitdagingen en de voor- en nadelen van beide. Het tweede thema is Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel, waarover Financial Investigator een drukbezocht seminar organiseerde. In dit nummer het bijbehorende verslag, waarin een panel van experts de diepte ingaat met hun discussie. Het derde thema betreft ESG en Impact Investing.

Verder in deze editie interviews met Martin Wolf over democratie, met Pauline Bieringa over mensenwerk en met Ruben Mikkers en Thijs Jochems over healthtech. Ook spreken we met de winnaars van de Asset Allocation Awards en enkele experts over de huidige markt en de uitdagingen met betrekking tot de asset allocatie.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Seminar Beleggen in
 China & Emerging markets
 voor Family Offices**

**Datum: 30 mei 2023
 14.00-17.00 uur
 Locatie: De Burcht,
 Amsterdam**

**Meer info en registratie:
www.financialinvestigator.nl/
 seminar-30-05-2023**



10

De noodzaak om met vastgoed impact te maken is groot

6

De democratie is in gevaar



Ronde Tafel Infrastructure & Real Estate Debt

28

COVERVERHAAL

10 De noodzaak om met vastgoed impact te maken is groot, Interview met Saskia van den Bronk en Marleen Bikker-Bekkers, PATRIZIA

THEMA BELEGGEN ONDER HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL

20 Paneldiscussie 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel'

24 Matching moet harder werken voor een koopkrachtiger pensioen, AXA Investment Managers

THEMA INFRASTRUCTURE & REAL ESTATE DEBT

28 Ronde Tafel Infrastructure & Real Estate Debt

42 Ontwikkelingen en uitdagingen in de hypotheekmarkt, Rabo Fund Management

THEMA ESG & IMPACT INVESTING

44 Vastgoed bij uitstek geschikt voor impactbeleggen, Bouwinvest

46 Een rendabele route naar Paris Proof-vastgoed, CBRE Investment Management

48 We zitten in de gouden eeuw van healthtech, Interview met Thijs Jochems, Adviseur en Private Investor, en Ruben Mikkers, NLC

50 Regenerative agriculture: accelerating the net zero pathway, Tikehau Capital

52 Water & Waste Investments, a defensive growth opportunity for uncertain times, Interview met Simon Gottelier, Thematics Asset Management (an affiliate of Natixis Investment Managers)

54 Regeneratieve land- en bosbouw als business case voor investeerders, Interview met Paul MacMahon, SLM Partners, door Karin van Dijk, ASN Impact Investors

56 Beleggen in biodiversiteit, hoe doe je dat?, Pictet Asset Management

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 De democratie is in gevaar, Interview met Martin Wolf, Financial Times

14 Bankieren is mensenwerk, Interview met Pauline Bieringa, Triodos Bank Nederland

26 Prudent person vereist functiescheiding in het vermogensbeheergebouw, Rik Albrecht en Jacco Heemskerck

38 Three popular investment themes in private markets, Allianz Global Investors

S Gesponsord

- 58 Verslag Asset Allocation Awards**
- 62 Beleggingsfonds als de Messias voor zelfstandige vermogensbeheerders,** AssetCare
- 64 How to keep up with the fast evolving investment landscape,** Interview met Margaret Franklin, CFA Institute
- 66 Is there a need for a Chief Liquidity Officer?,** PGIM

COLUMNS

- 9 Han Dieperink:** Prijsstabiliteit versus financiële stabiliteit
- 17 Thijs Jochems:** Wat niet op tafel komt in de pensioendiscussie
- 18 CFA Society Netherlands:** Werk aan inclusiviteit, en diversiteit volgt!
- 37 IVBN:** Er viel én valt wat te kiezen
- 41 Andy Langenkamp:** Fall-out van falende financials
- 61 Iris van de Looij:** Duurzaam beleggen, een ‘bumpy ride’ voor vermogensbeheerders
- 70 Pim Rank:** Vertrouwen in banken komt te voet en gaat te paard

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 68** Boeken
- 71** On the move special: **Karin Merkus**
- 72** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 9 mei:** Ronde Tafel ‘Market Cap Weighted & Factor Investing: Making up the balance’
- 30 mei:** Seminar ‘Investing in China & Emerging Markets’
- 20 juni:** Seminar ‘Climate Risks & Opportunities in Real Assets’
- 23 juni:** Ronde Tafel ‘Sustainable Investing in Private Equity’
- 29 juni:** Ronde Tafel ‘Climate Risks in Real Estate’
- 3 juli:** Ronde Tafel ‘Biodiversity’
- 4 juli:** Ronde Tafel ‘ESG & Impact Investing: Performance Measurement & Integration’



20 Paneldiscussie ‘Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel’



Bankieren is mensenwerk **14**



Verslag Asset Allocation Awards **58**

JENNISON ASSOCIATES:

Opkomende markten kunnen profiteren van spanningen VS en China

Volgens het IMF zal de groei in opkomende markten dit jaar licht toenemen tot 4%, gesteund door de heropening van China. Daarentegen zal de verwachte groei in ontwikkelde markten meer dan halveren tot 1,2%. Dit komt overeen met eerdere jaren, waarin de bbp-groei in opkomende markten gemiddeld ruim boven die van ontwikkelde markten lag.

Relatieve marktrendementen laten echter doorgaans het tegenovergestelde beeld zien, zegt Raj Shant, MD en Portfoliospecialist bij Jennison Associates.

'Beleggers, vooral in EM-indexfondsen, komen er vaak snel achter dat de markt niet de economie is,

en de economie niet de markt. Dit komt vooral doordat de economische groei in opkomende markten sterk wordt gedreven door een beperkt aantal dynamische en innovatieve bedrijven. Maar liefst 60% van de bedrijven creëert tijdens een gemiddelde economische cyclus namelijk weinig of geen economische waarde.

Hoewel dit de voor beleggers teleurstellende rendementen in opkomende markten helpt verklaren, toont het aan hoe belangrijk het is om met een actieve aanpak de beste groeiaandelen te identificeren. Bijvoorbeeld in mobiele betalingen. Door de beperkte aanwezigheid van traditionele bankdiensten en vaste telefoonlijnen zijn sommige bedrij-

ven uit opkomende markten hierin wereldleider.

Binnen opkomende markten blijft China een sterke motor: veel economieën profiteren van de heropening van het land. Maar mogelijk ook van de oplopende spanningen tussen dit land en de VS.

Wij zien dat producenten hun productie meer willen spreiden om minder afhankelijk te worden van China in hun toeleveringsketen, en ook om minder blootgesteld te zijn aan (geo)politieke risico's. Dit kan leiden tot bijvoorbeeld een 'China+1'-strategie, waarbij naast China ook capaciteit wordt opgebouwd in andere opkomende markten.'

DE PRIORITEITEN VAN

Willemijn Verdegaal

1 Werken aan effectief klimaatbeleid. Het IPCC windt er geen doekjes om: in vrijwel alle scenario's zullen we de limiet van 1,5 graden opwarming al tussen 2030 en 2035 overschrijden. Om onder deze limiet te blijven, moeten mondiale CO₂-emissies in 2030 gehalveerd zijn.

2 Helpen de doelstelling van maximaal 1,5 graden opwarming te behalen. In een wereld met hogere opwarming dalen aandelenwaarden gemiddeld genomen zo'n 40% in 2040 (cumulatief). En dan rekenen we de

cruciale risico's van geopolitieke onrust, migratie, ziekte, en een onleefbare aarde nog niet eens mee.

3 Blijven hameren op bewustwording en handvaten bieden voor actie. Ontwrichting ligt voor de hand, ofwel als gevolg van een heftige transitie, ofwel als gevolg van fysieke impact. Vele professionals in de financiële sector vinden het spannend om met zo'n boodschap bij hun besturen, klanten en deelnemers aan te komen, maar het is wel nodig.



Willemijn Verdegaal is Managing Director Strategy & Markets in het Climate & ESG Solutions team bij Ortec Finance. Zij ondersteunt institutionele beleggers vanuit de hele wereld bij het vormgeven van hun klimaatstrategie. Verdegaal heeft ruim 15 jaar ervaring met klimaat-financieel-economische vraagstukken bij verschillende ministeries. Ze is voormalig UNFCCC-onderhandelaar namens Nederland.

Northern Trust aangesteld als custodian van Pensioenfonds Openbare Bibliotheken

Northern Trust is aangesteld door Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB) om wereldwijde effectenbewaarnemingsdiensten en compliance monitoring te verlenen.

POB, opgericht in 1957, voert de pensioenregeling uit voor de bibliotheeksector, met ongeveer 25.000 deelnemers en € 2,3 miljard aan belegd vermogen. De missie van POB is het leveren van een financieel duurzame en toekomstbestendige pensioenregeling.

NHG en Univé kiezen BNP Paribas als custodian voor hun belegde vermogens

NHG (uitvoerder van de Nationale Hypotheek Garantie) heeft BNP Paribas aangesteld als custodian voor het verlenen van effectenbewaar- en beleggingsdiensten, het voeren van de beleggings- en financiële administratie en het verzorgen van toezichthouder- en duurzaamheidsrapportages. NHG heeft het beheer van haar belegde (garantie)vermogen van € 1,6 miljard ondergebracht bij twee vermogensbeheerders.

Ook Coöperatie Univé gaat gebruikmaken van de dienstverlening van BNP Paribas. Het bedrijf is door de verzekeraar aangesteld om op maat gemaakte financiële en beleggingsadministratie, wettelijke verslaglegging en wereldwijde custodian-dienstverlening te leveren voor Univé's geïnvesteerde vermogen van € 1,3 miljard.



Delen Private Bank voltooit overname Groenstate Vermogensbeheer

Groenstate Vermogensbeheer heet vanaf nu Delen Private Bank. Dat betekent dat de in augustus aangekondigde overname een feit is. Onder de nieuwe vlag kan het bestaande team de dienstverlening aan relaties verder bestendigen én versterken. Ook opent zij nadrukkelijk de deur voor nieuwe relaties. Met de overname van Groenstate realiseert de van oorsprong Belgische bank haar derde overname in zeven jaar in Nederland. Frederik Kalff, Nederlands directielid van Delen Private Bank: 'Het blijft onze ambitie om onze footprint in Nederland uit te breiden. We kijken onverminderd naar verdere groeikansen.'

NUVEEN:

Institutionele beleggers kiezen en masse voor andere strategieën

Overall ter wereld overwegen institutionele beleggers om hun portefeuilles ingrijpend te herzien of ze zijn daar zelfs al mee bezig. Dat blijkt uit de jaarlijkse grootscheepse enquête van vermogensbeheerder Nuveen onder 800 institutionele beleggers.

Volgens de vermogensbeheerder is de herziening van portefeuilles opvallend, omdat institutionele beleggers doorgaans een stuk behoedzamer zijn in het snel doorvoeren van veranderingen. Maar nu is 59% van de geënquêteerde beleggers actief bezig om portefeuillestrategieën te herdefiniëren en kapitaal ergens anders aan toe te wijzen. Voor verzekeraars ligt dat percentage zelfs op 70%.

De onrust op de financiële markten is niet aan de geënquêteerden voorbijgegaan. Maar liefst acht op de tien beleggers die wereldwijd actief zijn, geven aan dat de wereld in korte tijd in zo'n hoog tempo drastisch is veranderd, dat hun strategieën gelijke tred

dienen te houden. Bijna driekwart van de ondervraagden zegt dat de invloed van geopolitieke omstandigheden op hun beleggingsbeslissingen de afgelopen 30 jaar nooit eerder zo groot was.

De meeste beleggers laten hun oog vallen op investeringen in infrastructuur. Beursgenoteerde aandelen, grondstoffen en inflatiegerelateerde obligaties zijn eveneens populair onder de geënquêteerden. Daarnaast wint de interesse in investeringen in landbouwgrond en bosbouw terrein. Zo geeft 21% van de beleggers uit EMEA aan dat ze van plan zijn om meer geld te investeren in landbouwgrond en 18% zegt hetzelfde over bosbouw. In 2021 was dat voor beide asset classes slechts 2%.

Onder Europese beleggers is het al langer gemeengoed om klimaatrisico's mee te nemen in alle beleggingsbeslissingen en daarover te rapporteren. In de VS is men zich ook bewust van de risico's van klimaatverandering op

beleggingsportefeuilles, maar slechts 41% van de Amerikaanse spelers rapporteert daarover richting belanghebbenden en toezichthouders.

Institutionele beleggers uit EMEA lopen ook voorop wat betreft het meenemen van de gevolgen die hun beleggingen kunnen hebben op maatschappij en milieu. Opvallend is dat nog altijd een kwart van alle ondervraagden wereldwijd denkt dat, als rekening wordt gehouden met de impact van beleggingen op milieu en maatschappij, er minder rendement wordt behaald. Een derde denkt dat het geen verschil maakt en de rest is ervan overtuigd dat het de rendementen ten goede komt.

Bij alle partijen die focussen op impact gaat de voorkeur uit naar beleggingen in bedrijven die zich bezighouden met innovaties of infrastructuur op het gebied van groene energie. Als het gaat om maatschappelijke impact, gelden betaalbare huurwoningen als favoriete belegging.

De democratie is in gevaar

De wereld staat voor twee grote gevaren. Aan de ene kant trekken populistische leiders alle macht naar zich toe. Aan de andere kant wint het bureaucratische kapitalisme van China terrein. Het is de hoogste tijd dat we weer burgers worden in de oude Griekse betekenis van het woord.

Door Joost van Mierlo

Dat zijn de woorden van Martin Wolf. Hij is een van de meest gerespecteerde journalisten ter wereld. Zijn wekelijkse column in de Financial Times is verplichte kost voor diegenen die de grote maatschappelijke ontwikkelingen, vooral die op economisch gebied, willen volgen.

Voor zijn grote schare trouwe lezers komt het sombere scenario dat hij in zijn laatste boek 'The Crisis in Democratic Capitalism' schetst dan ook niet als een verrassing. Wolf is geen voorstander van de recente politieke ontwikkelingen, waarin de grenzen van de democratie volgens hem worden aangetast.

Hij begon met het schrijven van zijn boek na een, in zijn ogen, dubbele teleurstelling. Zo kozen 'zijn' Britten met een nipte meerderheid voor een vertrek uit de Europese Unie. Volgens Wolf na een campagne vol halve waarheden en hele leugens.

De opkomst en verkiezing van Donald Trump in de Verenigde Staten was voor hem een bitterdere pil. Het land dat in de jaren na de Tweede Wereldoorlog pal stond voor een snelle opkomst van wereldwijde democratie, dreigt in zijn ogen te vervallen tot een pariastaat, waar slechts de belangen van een kleine welgestelde elite tellen.

Het gevaar is volgens Wolf nog zeker niet voorbij. Ondanks de voor Republikeinen dramatisch verlopen recente verkiezingen, blijft een grote groep loyaal aan Trump, die zich volgens Wolf met het niet accepteren van de verkiezingsuitslag schuldig maakt aan landverraad. Wolf: 'Het probleem is dat een alternatieve kandidaat nog gevaarlijker kan zijn. Deze kan meedogenlozer zijn en beter georganiseerd.'

In een recente voordracht aan de London School of Economics ging Wolf in op de gevaren die er dreigen voor wat hij het 'democratisch kapitalisme' noemt. De oorzaken liggen bij een falend economisch beleid. Maar het is de democratie zelf die het slachtoffer dreigt te worden. Het roept historische vergelijkingen op bij Wolf, wiens Joodse ouders voor de oorlog naar Engeland vluchtten. Een groot deel van zijn directe familie kwam om tijdens de Holocaust. Wolf: 'Ik zeg niet dat we teruggaan naar de jaren dertig, maar je kan een geciviliseerde democratie niet als iets vanzelfsprekends beschouwen.'

Democratie en markteconomie kunnen worden beschreven als tegenstrijdige fenomenen, die elkaar desalniettemin aanvullen. Ze delen eigenschappen die voorheen als vanzelfsprekend werden beschouwd. Ze ondermijnen bijvoorbeeld erfelijk gezag, of erfelijke macht. Een markteconomie is gebaseerd op de vrijheid van arbeid, loon naar werk en het volgen van regels.

Bij democratie gaat het vooral om de vrijheid van discussie en over het stellen van regels waar een ieder zich aan moet houden. De democratie is in zekere zin het directe gevolg van het kapitalisme. Tijdens de industrialisatie was er sprake van een trek naar de stad, werd onderwijs iets vanzelfsprekends en kwam er via georganiseerde arbeid ook een politieke kracht van betekenis bij.

Zo gezien zijn kapitalisme en democratie complementair. Markten zien erop toe dat politieke groepen niet te veel macht verkrijgen en democratische maatregelen zorgen ervoor dat marktpartijen niet een dusdanig grote machtspositie kunnen verwerven, dat dit ten koste gaat van de meerderheid van de bevolking.



CV

Martin Wolf

Martin Wolf (1946) werd geboren in Londen. Hij studeerde eerst Klassieke Talen aan Corpus Christi College in Oxford, maar stapte over naar de studie Philosophy, Politics and Economics. Hij behaalde in 1972 een Master in Economie aan Nuffield College, eveneens in Oxford. Wolf werkte voor de Wereldbank en het Trade Policy Research Centre in Londen. In 1987 maakte hij de overstap naar de Financial Times. Daarnaast is hij sinds 1999 Fellow van het World Economic Forum. Hij heeft eredoctoraten van de KU Leuven, de University of Nottingham en de London School of Economics. Wolf heeft in de loop der jaren ook tal van boeken geschreven.

Er zijn echter ook cruciale tegenstrijdigheden. Zo wordt een democratie altijd beperkt door bepaalde (lands-) grenzen, terwijl marktpartijen de hele wereld als werkterrein kunnen beschouwen. Het belangrijkste verschil is dat kapitalisme altijd gericht is op het verkrijgen van voordelen en daarmee wezenlijk ongelijkheid bevordert, soms in extreme mate. Het meest cruciale kenmerk van democratie is dat het hierbij juist om gelijkheid gaat.

Door deze tegenstrijdigheden ontstaan spanningen. Dit leidt tot de opkomst van populistische leiders. Dat is overigens niet noodzakelijkerwijs een probleem. Zolang populisten de belangen van de elites in toom weten te houden, is het een acceptabel fenomeen. Maar vaak, zowel in het verleden als ook nu, vereenzelvigen populistten zich met de belangen van deze elites.

De oorzaak van de huidige problemen ligt bij het slecht functioneren van de markteconomie. Dat is voor een deel veroorzaakt door de de-industrialisering in het Westen. Die is gepaard gegaan met een haperende productiviteitsgroei en met een toenemende ongelijkheid.

Dat is geen nieuwe ontwikkeling en is iets dat al in de jaren zeventig op gang is gekomen. Maar de afgelopen vijftien jaar is er sprake van een versnelling. Als de Verenigde Staten sinds 2007 dezelfde economische groei per hoofd van de bevolking had gekend als in de daarvoorvoorafgaande vijftien

jaar, zou het gemiddelde inkomen nu 30% hoger hebben gelegen.

Geen wonder dus dat er geen geld is om cruciale voorzieningen als gezondheidszorg en onderwijs te financieren. Geen wonder ook dat een groot deel van de Amerikaanse middenklasse het bestaan en - misschien nog wel belangrijker - de eigen status binnen de gemeenschap bedreigd ziet. Het is een ontwikkeling die versneld is door de komst van nieuwe media. Maar laat ik duidelijk zijn: de oorzaak ligt bij een falende markteconomie.

Die falende markteconomie heeft geleid tot twee bedreigingen voor de democratie. Aan de ene kant zie je de opkomst van wat ik 'autocratisch kapitalisme' noem. Het gaat hier om democratisch gekozen leiders die hun positie gebruiken om baantjes te verdelen onder vrienden en die de rechtstaat ondermijnen door advocaten en rechters te benoemen die de politieke leider geen strobreed in de weg leggen.

Dat is iets wat men in tal van landen ziet, bijvoorbeeld in Oost-Europa. Als we naar cijfers van de Amerikaanse denktank Freedom House kijken, zien we dat het aantal landen dat als democratisch kan worden beschouwd al vijftien jaar op rij daalt.

Die daling van het aantal democratische landen gaat ook gepaard met een daling van de wereldhandel. Dat is niet vreemd. In >

‘Democratie en markteconomie kunnen worden beschreven als tegenstrijdige fenomenen, die elkaar desalniettemin aanvullen.’

‘De oorzaak van de huidige problemen ligt bij het slecht functioneren van de markteconomie.’

periodes dat het economisch voor de wind gaat, zie je dat het onderlinge vertrouwen stijgt en het optimisme toeneemt. Als het economisch minder gaat, worden mensen pessimistischer en wantrouwend, wat zich onder andere uit in protectionistische maatregelen.

De daling van het aandeel van landen dat een democratisch kapitalistisch model volgt, wordt mede veroorzaakt door het succes van wat we het Chinese model kunnen noemen. Dat is een vorm van bureaucratisch kapitalisme waarbinnen weinig ruimte is voor individuele vrijheden. Begrijp me goed. Het is een succesvol economisch model gebleken, waardoor China in de afgelopen dertig jaar is uitgegroeid tot een machtsfactor van betekenis.

Als we niet in staat zijn om ons eigen economisch model te verbeteren, zodat het weer aantrekkelijk wordt voor grote delen van de bevolking, zullen meer landen in de verleiding komen het Chinese model te volgen. De zorgen die ik heb over het economisch model van China betekenen overigens niet dat we het land moeten negeren. In mijn boek pleit ik juist voor intensivering van de samenwerking met China.

Er zijn tal van economische maatregelen die genomen kunnen worden om de achtergebleven middenklasse, een cruciale groep binnen een samenleving, weer actief te betrekken. In de afgelopen jaren hebben we gezien dat technologiebedrijven en bijvoorbeeld ook banken enorme winsten hebben behaald, terwijl de middenklasse stagneerde. Er moeten manieren worden gevonden om de welvaart die wordt gecreëerd, beter met elkaar te delen.

In mijn boek ga ik uitgebreider op deze maatregelen in, maar er kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een belasting op grootgrondbezit. Een van de maatregelen die ik morgen zou invoeren, is het afschaffen van belastingparadijzen. Het is absurd dat het mogelijk is om het intellectuele eigendom van bepaalde bedrijven in een vennootschap op de Kaaiman Eilanden te stoppen. Wat is dat voor onzin?

En overheden doen hier zelf aan mee. Zo is er het voorbeeld van het Britse ministerie van Financiën dat recent een onderdeel van het ministerie verkocht, waarna het weer terug werd geleased aan het ministerie. De private

equity-partij die het onderdeel kocht, is gevestigd op een belastingparadijs en betaalt geen Britse

belasting over de inkomsten.

Het meest radicale idee dat ik opper, heeft met de democratie zelf te maken. Misschien zouden we moeten overwegen om het kiesstelsel af te schaffen en het parlement door een loting te laten samenstellen. Het klinkt absurd, maar het werkt prima bij jury's in rechtbanken. Iets vergelijkbaars is in Ierland gedaan om het heikele probleem rond de abortuswetgeving op te lossen.

Een andere optie is om meer gebruik te maken van referenda. Met het verbeteren van de communicatiesystemen moet dat mogelijk zijn. Ik denk aan Zwitserland, waar succesvol gebruik wordt gemaakt van referenda. Dat mag dan wel een speciaal land zijn, maar referenda zijn zeker iets om over na te denken.

Waar het feitelijk allemaal op neerkomt, is dat burgers op hun verantwoordelijkheid worden gewezen. We moeten ons weer gaan gedragen zoals de Grieken ons dat inder tijd hebben voorgehouden.

Het gaat om een gezamenlijk burgerschap waarin niet alleen het eigen belang telt, maar ook dat van de gemeenschap. Het gaat om burgerschap dat wordt gedreven door drie algemene principes. In de eerste plaats moet er sprake zijn van loyaliteit ten aanzien van de democratische, politieke en juridische instituten waar we mee te maken hebben. Het gaat daarbij om respect voor het openbare debat en de normen en waarden waarop dat debat is gebaseerd.

In de tweede plaats gaat het om betrokkenheid bij anderen, waarbij het ook voor de ander mogelijk moet zijn een volwaardig leven te leiden. En ten slotte gaat het erom een economische politiek te voeren die individuen in staat stelt succesvol te zijn.

In de afgelopen jaren hebben we op al deze fronten gefaald. Als dat het geval blijft, dan brokkelt de samenleving zoals we die kennen af. Dat betekent niet dat we terug moeten gaan naar de situatie van vijftig of zestig jaar geleden, maar het is evident dat verandering noodzakelijk is. Als we daar niet toe in staat zijn, zal de democratie verdwijnen. ■

‘Het is evident dat verandering noodzakelijk is. Als we daar niet toe in staat zijn, zal de democratie verdwijnen.’

Prijstabiliteit versus financiële stabiliteit

De laatste bankencrisis is veroorzaakt door de centrale banken. Na een periode van monetaire gekte verhoogden zij de rente snel. Staatsobligaties zijn het nieuw subprime.

Centrale banken hebben verschillende doelstellingen. De belangrijkste is prijsstabiliteit, wat meestal wordt vertaald naar een inflatiedoelstelling van 2%. Daarnaast zijn er nog meer doelstellingen, maar er is er één die alle andere overstijgt: het in stand houden van het financiële systeem zelf. De ECB kan niet voortbestaan zonder de euro en dat is in het divergerende systeem dat de eurozone nu eenmaal kenmerkt, geen eenvoudige opgave. Dan heeft de Fed het gemakkelijker. Zo lijkt het althans. Toch komen met de laatste bankencrisis wel enkele grotere complicaties mee.

De oorzaak van deze bankencrisis is dat er te veel risico is genomen. Nu is dat eigen aan banken. De balans van een bank bestaat immers altijd uit het nemen van risico. Tegenover vluchtige spaargelden en deposito's staan de uitzettingen en verrassend weinig eigen vermogen. Als de spaarders het niet meer vertrouwen, volgt er een bankrun. Hoewel dat vertrouwen gebaseerd is op de solvabiliteit van de balans, geeft in elke financiële crisis de liquiditeit de doorslag. Door alle overtollige liquiditeit tijdens de monetaire gekte stond er veel geld op de rekening. Omdat er onvoldoende vraag was, is veel van dat geld in staatsobligaties gestald, een risicovrije belegging waarvoor weinig kapitaal hoeft te worden aangehouden. Maar de rentestijging afgelopen jaar heeft laten zien dat staatsobligaties helemaal niet risicovrij zijn.



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

Staatsschulden zijn wereldwijd geëxplodeerd. Op elke bankbalans is dit een stevige post. Gerelateerd aan het weinige eigen vermogen mag gesproken worden van een onverantwoorde positie, zeker omdat dit ertoe leidt dat bij een bankencrisis ook de staat in de problemen kan komen. Dat hebben we in Europa gezien tijdens de eurocrisis. Nu kon Griekenland destijds nog worden gered, maar Italië is een maatje te groot. Ook de redding van Credit Suisse moet slagen, omdat anders het Zwitserse financiële systeem omvalt. Het kost per Zwitser \$ 13.500 om Credit Suisse te redden, terwijl dezelfde centrale bank enkele weken daarvoor moest melden dat ze meer dan \$ 15.000 per Zwitser had verloren op... staatsobligaties.

De Verenigde Staten hebben een probleem. Commerciële banken willen nu staatsobligaties verkopen. De centrale bank doet vrolijk mee, want die heeft in de afgelopen jaren voor \$ 9 biljoen opgekocht. Verder heeft de Amerikaanse overheid een stevig begrotingstekort van vorig jaar \$ 1,4 biljoen. Alleen al de rentestijging kost de Amerikaanse belastingbetaler \$ 500 miljard per jaar éxtra. Dat is 10% van de belastinginkomsten. De komende jaren moet er ook nog eens veel worden geherfinancierd. Russen, Arabieren en Chinezen zitten niet meer aan de koopzijde nu de dollar is ingezet als wapen in de oorlog in Oekraïne. Japanners repatriëren hun geld zodra daar noodgedwongen het monetaire beleid draait. Steeds grotere delen van Azië handelen in hun eigen munt. Er is niemand meer die Amerikaanse staatsobligaties wil kopen. Natuurlijk kunnen de Amerikanen dollars blijven bijdrukken, maar de dan verkregen financiële stabiliteit gaat wel ten koste van de prijsstabiliteit. Rien ne va plus, het geld is niet meer van u. ■



De noodzaak om met vastgoed impact te maken is groot

Impactbeleggen in vastgoed is groeiende. Logisch, gezien de grote bijdrage die vastgoed kan leveren aan onder andere de klimaatdoelstellingen, gelijkheid en sociale infrastructuur.

Financial Investigator sprak met Saskia van den Bronk en Marleen Bikker-Bekkers, respectievelijk Director Capital Markets en Fund Manager bij PATRIZIA, over hoe het beste invulling kan worden gegeven aan het begrip impactbeleggen en over het belang ervan.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Julie hebben met de introductie van PATRIZIA Sustainable Communities de stap gezet naar impactbeleggen in vastgoed. Wat kunnen jullie vertellen over jullie algemene benadering van duurzaam beleggen in vastgoed?

Saskia van den Bronk: 'We zijn 39 jaar geleden opgericht door Wolfgang Egger uit Augsburg, bij München. Egger, die nog steeds de CEO is en grootaandeelhouder van PATRIZIA, kan met recht een bevlogen en geëngageerde ondernemer worden genoemd. Hij bouwde ons inmiddels beursgenoteerde bedrijf internationaal uit en omarmde al snel het concept duurzaamheid. Zo werd vorig jaar nog een overname gedaan van een beheerder in infrastructuur, dat een natuurlijke, duurzame fit heeft met vastgoed. Het is onze overtuiging dat beleggers een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan het realiseren van de SDGs. Overheden en publiek kapitaal alleen kunnen onvoldoende bereiken. Gelukkig is er voldoende privaat kapitaal in de wereld. Als we dat nu op een andere, meer duurzame wijze inzetten, kunnen we het verschil maken. Onze ambitie is groot: het meetbaar maken van de SDGs, concrete doelen stellen en die niet alleen proberen te halen, maar daarin ook, als het even kan, vooruit te lopen. Financieel rendement moet hand in hand gaan met een rechtvaardige toekomst. Meer in het algemeen hebben wij vier duurzame gebieden benoemd: (1) sociale impact, bijvoorbeeld via scholen, infrastructuur en betaalbare woningen, (2) milieu-impact, (3) governance-impact en (4) innovatie en technologie.

Dat laatste hebben we nodig om vastgoed en infrastructuur verder te kunnen verduurzamen.'

Wat betekent de 'dual return-benadering' van jullie impactstrategie? Praten we dan over zowel financiële als sociale 'benefits'?

Marleen Bikker-Bekkers: 'Voor ons fonds hebben we drie thema's vastgesteld die zich richten op in totaal acht van de zeventien SDG's. Met (1) 'betaalbare woningen' adresseren we SDG 1 (no poverty) en SDG 11 (sustainable cities and communities). Met (2) 'groen vastgoed' zetten we ons in voor SDG 6 (clean water and sanitation), SDG 7 (affordable and clean energy) en SDG 13 (climate action). En met (3) 'inclusie en connectiviteit' richten we ons op SDG 3 (good health and well-being), SDG 4 (quality education) en SDG 8 (decent work and economic growth). De noodzaak voor betaalbare woningen is zo langzamerhand wel genoegzaam bekend. Meer dan tachtig miljoen Europeanen zijn een te groot deel van hun inkomen aan hun huis kwijt, omdat ze meer dan 40% van hun inkomen aan vaste lasten betalen. Dit percentage stijgt eerder dan dat het daalt, bijvoorbeeld door de huren die met de inflatie toenemen. Wat betreft het klimaat moeten al onze projecten 'net zero carbon in operation' zijn. Vastgoed kan een grote bijdrage leveren aan het behalen van de klimaatdoelstellingen, omdat op dit moment ongeveer 40% van al het energieverbruik in de wereld afkomstig is van gebouwen. Het belang van het derde thema, dat van inclusie en connectiviteit, blijkt uit het feit dat meer dan 75 miljoen mensen in Europa sociaal geïsoleerd leven. Dat wil zeggen >



CV

Saskia van den Bronk

Saskia van den Bronk begon haar loopbaan als projectontwikkelaar in zowel woningbouw als commercieel vastgoed. Na ruim 15 jaar maakte ze de overstap naar Sweco Nederland, waar ze eerst de rol van Commercial Director vervulde en daarna Head of Sweco Capital Consultants. In 2021 maakte ze de overstap naar PATRIZIA, als Director Capital Markets.

dat ze niet meer dan één persoon per maand sociaal spreken. We investeren daarom in de gemeenschap, door het realiseren van publieke ruimtes, zoals parken, buurthuizen en bibliotheken in of dichtbij onze woningen, en het draaien van sociale programma's in die omgeving.

De noodzaak om met vastgoed impact te maken, ofwel om de SDGs te helpen realiseren, is groot. We gaan helaas op wereldschaal op bijna alle SDGs eerder achteruit dan vooruit. Last but not least hebben we ook nog een financieel rendement. Als we op een project niet minimaal 10% IRR kunnen halen, dan investeren we er niet in. Het realiseren van de KPIs voor de drie impactthema's én het financieel rendement gaan dus hand in hand.

Maar hoe meten jullie dan de impact van jullie beleggingen?

Bikker-Bekkers: 'Samen met adviseurs van Deloitte hebben we een framework gebouwd om per impactthema een aantal meetbare KPIs te definiëren. Wat betreft betaalbaarheid is het criterium dat de woonlasten niet meer dan 35% van het inkomen mogen zijn. Met de woningen richten we ons alleen op de lagere en middeninkomens. Bij inclusie meten we bijvoorbeeld hoe vaak de bewoners meedoen met de sociale engagement-programma's.

Nog niet alles is even perfect meetbaar. Het framework is nog deels in ontwikkeling. Maar we hebben grote stappen gezet en meten veel meer dan voorheen. Het is hard werken, maar daar staat gelukkig ook wat tegenover, namelijk een rechtvaardigere en schonere wereld. Natuurlijk gebruiken we ook GRESB als tool om algemene ESG-criteria te meten, maar voor ons impactvastgoedfonds was een eigen raamwerk nodig, om de door onszelf gedefinieerde impact-KPIs goed te kunnen meten en om het als SFDR

Artikel 9-fonds te kunnen aanbieden. Voor de duidelijkheid, we beleggen niet al het vermogen in woningen.

We beleggen ook tenminste 10% in publieke faciliteiten en naar verwachting meer, zoals bibliotheken of scholen, en in commercieel vastgoed, zoals winkelveorzieningen voor de gemeenschap of vrijetijdscentra.

Het is wellicht ook nog goed om te melden dat we 'leverage' kunnen gebruiken, niet zo zeer om de risico's te verhogen, maar vooral omdat we zo meer kunnen investeren en nog meer mensen kunnen helpen aan een betaalbare woning of een beter leven, dus beter onze impactdoelstellingen kunnen behalen.'

Wat onderscheidt jullie van andere impactbeleggers? Wat zijn jullie USPs voor institutionele beleggers?

Van den Bronk: 'Kort samengevat: een 'global business with local coverage', waarbij we ons volledig focussen op beleggen in real assets, met een trackrecord van inmiddels 39 jaar. We hebben gedurende die periode erg veel geïnvesteerd in data, wat nu vorm heeft gekregen in een Data Intelligence Unit, omdat wij menen dat we daar heel veel uit kunnen halen. Niet alleen allerlei financiële ratio's, maar ook data die belangrijk zijn voor het behalen van impact-KPIs. Bovendien zit ESG in al onze beleggingsproposities verwerkt. Ik zou bijna zeggen: ESG zit in ons DNA. Een

voorbeeld hiervan is de PATRIZIA Foundation, die ruim 20 jaar geleden is opgericht en waaraan we ieder jaar 1% van ons bedrijfsresultaat doneren, met als idee dat succes gedeeld moet worden met de wereld. Die 1% besteden we aan onderwijs – denk aan scholen en kindertehuizen in achtergestelde regio's – omdat we vinden dat ieder mens daar recht op heeft. Onderwijs leidt immers aantoonbaar tot een beter

‘Vastgoed kan een grote bijdrage leveren aan het behalen van de klimaatdoelstellingen, omdat op dit moment meer dan 40% van al het energieverbruik in de wereld afkomstig is van gebouwen.’



CV

Marleen Bikker-Bekkers

Marleen Bikker-Bekkers was zes jaar Strategy, Research & Investor Relations Manager bij Corio en acht jaar Vastgoed Researcher en Investment Manager bij abrdn, voor ze als Managing Partner van AuxiSolid institutionele beleggers ging adviseren over duurzamere beleggingen. In 2018 kwam ze bij PATRIZIA Global Partners als Head of Investments Europe. Ze is inmiddels ook Fund Manager van PATRIZIA Sustainable Communities.

Bij ons eerste vastgoedproject, in Dublin, worden niet alleen sociale en betaalbare woningen gebouwd, maar

leven. Inmiddels hebben we zo ruim 250.000 kinderen geholpen. Daarnaast mag iedere medewerker 1% van zijn werktijd besteden aan goede doelen. Overigens wordt getracht met sponsorprogramma's ook geld van andere donateurs op te halen en wordt daarnaast nog eens 10% van de performance fee die we met ons impactvastgoedfonds verdienen, overgemaakt naar de Foundation. Sinds we twee jaar geleden begonnen met ons impactfonds, hebben we nu de eerste projecten in de portefeuille. We zijn open voor beleggers tot het eind van het jaar.'

Bikker-Bekkers: 'Voor wat betreft ons impactvastgoedfonds is het lastig een vergelijking te maken. We hebben, zoals gezegd, onze eigen drie thema's waarop we ons meetbaar willen onderscheiden, waar we een merkbaar verschil kunnen maken voor mensen die dat nodig hebben en waarvan we denken dat veel van onze institutionele beleggers die ook belangrijk vinden om impact mee te maken. De drie thema's zijn ook schaalbaar, omdat we ons op heel West-Europa richten. Het ene thema is beter in een bepaald land te realiseren dan het andere. We zien diverse fondsen die zich op één land of één thema richten. Vaak is dat alleen klimaat. Wij zijn een Europees multi-impact themafonds. Maar nogmaals, het is lastig iets over anderen te zeggen. We gaan liever uit van onze eigen kracht en visie. We merken weleens dat beleggers zoeken naar het verhaal dat hen aanspreekt. Maar treuzelen helpt niet, we moeten nú in actie komen. Het is overigens goed dat er steeds meer impactvastgoedfondsen komen. We kunnen met vastgoed immers zó veel betekenen voor het realiseren van diverse SDGs. Dat kunnen we niet alleen. Het overstijgt ons eigen belang.'

Kunnen jullie een concreet voorbeeld geven van een impactbelegging uit het fonds? En wat zit er nog meer in de pijplijn?

Bikker-Bekkers: 'We hebben een echte community view.

ook een kinderdagverblijf en een dependance van een bibliotheek. We kozen niet alleen voor dit project omdat de kans zich voordeed, maar ook omdat bibliotheken aantoonbaar een sociale functie hebben. Mensen komen daar om boeken te lenen, maar ook om bijvoorbeeld de krant te lezen, een kop koffie te drinken en elkaar te ontmoeten, niet in de minste plaats tijdens sociale programma's die er worden georganiseerd. In de pijplijn zitten zorgwoningen voor ouderen in Spanje en Duitsland. In Londen is er een herontwikkelingsproject waarbij oude, niet gebruikte gebouwen worden omgebouwd naar betaalbare woningen met een community center. En er zijn diverse urban regeneration sites in de Benelux. We zijn overigens geen top-down beleggers. We kiezen bottom-up projecten die aan zowel onze financiële als onze impactdoelstellingen voldoen, op locaties waar de overheid de vraag niet kan invullen, hoewel er natuurlijk wel maximale landentwelingen zijn.'

Is impactbeleggen een hype of 'here to stay'?

Van den Bronk: 'Het is here to stay. Impactbeleggen in vastgoed staat eigenlijk nog in de kinderschoenen. Het besef dat we met private beleggingen waarde kunnen toevoegen en een betere wereld kunnen creëren, dringt bij institutionele beleggers gelukkig steeds meer door. Sommige sceptici spreken van een hype, maar dat geloven wij nadrukkelijk niet. Gelukkig komt er veel regelgeving aan en sturen toezichthouders aan op een minimale allocatie naar impactbeleggen. Ook deelnemers van pensioenfondsen, vooral de jongeren, gaan zich steeds meer in de discussie mengen. In Denemarken kunnen zij bijvoorbeeld al kiezen voor duurzaam pensioenbeleggen. Een van de grootste Deense pensioenfondsen is mede daarom in ons fonds belegd.' ■

'Het besef dat we met private beleggingen waarde kunnen toevoegen en een betere wereld kunnen creëren, dringt bij institutionele beleggers gelukkig steeds meer door.'

Bankieren is mensenwerk

Dat het persbericht over de jaarcijfers van Triodos Bank Nederland begon met de impact die de bank maakt, verheugt Algemeen Directeur Pauline Bieringa zeer. Geld is voor haar immers een middel en geen doel. Financial Investigator sprak met de bevlogen bankier die bij toeval in het bankwezen terecht kwam.

Door Lies van Rijssen

‘Inderdaad word ik wel eens een accidental banker genoemd. Dat ben ik ook. Ik ben bij toeval in het bankwezen terechtgekomen. Na mijn gymnasium B wilde ik medicijnen gaan studeren, maar ik werd uitgeloot. Ik was zeventien en koos toen voor klassieke talen. Al snel haakte ik af: dit was het niet voor mij. Vervolgens ben ik geschiedenis gaan studeren. Dat was het wél. Het was ook een gedeelde interesse met mijn toenmalige vriend, later mijn man, die ook voor geschiedenis had gekozen. Mijn studie heb ik deels in Amerika gedaan, waar mijn man zijn PhD deed en ik me op colleges kunstgeschiedenis kon storten. Terug in Nederland schreef ik me in voor de MBA-opleiding aan de Erasmus Universiteit. Die was toen net opgezet en nog te betalen. De opleiding trok me omdat ik, in Amerika nog, gelezen had dat juist mensen met een niet-economische achtergrond het vaak goed deden in het bedrijfsleven. Bij de toelatingscommissie waren ze echter sceptisch vanwege mijn geschiedenisachtergrond. Toch werd ik toegelaten.

Op dat moment dacht ik nog dat ik terecht zou komen in een baan in het museummanagement of iets vergelijkbaars. Ook speelde ik met het idee om een bureau voor kunstsporing op te richten. Maar tijdens de opleiding ging er een volkomen nieuwe wereld voor me open en kwam ik in aanraking met allerlei onderwerpen die tot dan toe onbekend voor me waren geweest en me sterk bleken te boeien. Heel

inspirerend vond ik bijvoorbeeld de colleges van een lid van de Raad van Bestuur van ING. Met groot enthousiasme vertelde hij over bankieren in ontwikkelingslanden. Mijn interesse was gewekt om aan het werk te gaan bij een groep van ingenieursbureaus die projecten in ontwikkelingslanden uitvoerden. Vanwege een fusie die ze wilden aangaan met een vergelijkbare stichting, schreef ik een businessplan voor ze en stelde voor daar een bank bij te halen. Zo kwam ik met ING in contact, waar ik na twee jaar ben gaan werken.

Ik merkte daar dat ik worstelde met de vraag of dit werkelijk bij mij paste, werken op een commerciële afdeling. Daarnaast besepte ik, dat als ik echt wilde werken bij een bank, ik me zou moeten verdiepen in de technische materie. Dat deed ik. Ik verhuisde naar het kredietrisico-management. En daar kwam ik tot het inzicht dat het helemaal niet primair om de cijfers gaat, maar om de zaken en vooral ook de mensen achter de cijfers. Voor mij stond vast: met dat inzicht wil ik verder. Mijn motto werd en bleef vervolgens: ‘bankieren is mensenwerk’. Ik

zie geld als middel en niet als doel. Precies dat heeft ook Triodos Bank hoog in het vaandel staan. Daarin passen we goed bij elkaar. Het is misschien opmerkelijk dat ik hier pas vrij recent ben. Tegelijk ben ik wel al dertig jaar lid van de Triodos-community en ook al vroeg bij Triodos in de leer gegaan om wind-energieprojecten te kunnen financieren. En ik heb

‘Waar andere banken nog wat schroom hebben ten aanzien van bijvoorbeeld superbatterijen, pionieren wij daar volop. Om te laten zien dat het financierbaar is.’

CV

Pauline Bieringa



Geschiedkundige Pauline Bieringa is sinds september 2020 Algemeen Directeur van Triodos Bank Nederland en heeft een brede ervaring in de financiële en adviessector. Voordat ze bij Triodos Bank kwam, werkte ze zestien jaar bij BNG Bank als Managing Director Public Finance. Eerder vervulde Bieringa functies bij ING, onder andere als Managing Director Corporate Banking bij de Duitse ING-dochter ING BHF Bank. Bieringa heeft verder veel ervaring als Toezichthouder en Commissaris van diverse organisaties.

acht jaar in de Raad van Toezicht van het Hivos-Triodos Fonds voor microfinanciering gezeten. In feite stond ik dus al heel lang met één been in de Triodos-organisatie.

De financiële crisis in 2008 heeft de ontwikkeling van de financiële sector in een stroomversnelling gebracht. De aandacht voor het belang van integriteit is enorm toegenomen. Automatisering werd door de crisismaatregelen een noodzakelijk kwaad, met bezuinigingen op het gebied van het aantal bankkantoren, geldautomaten en klantcontacten tot gevolg. Die ontwikkelingen hebben ertoe bijgedragen dat de loyaliteit van klanten naar banken in de breedte is afgenomen. Klanten zijn mondiger geworden. Ik zat in die tijd in de Raad van Toezicht van het eerder genoemde Hivos-Triodos Fonds en herinner me dat veel particulieren naar Triodos Bank wilden overstappen. Lange tijd was het zo dat mensen bij wijze van spreken eerder zouden scheiden van hun partner, dan te veranderen van bank. Die tijd is voorbij. Verder zijn de kosten van banken sterk toegenomen vanwege de groeiende druk van wet- en regelgeving. Daar hebben alle banken vanuit hun belangrijke poortwachtersrol mee te maken en dat heeft weer impact op wat banken bereid zijn te doen en wat ze kunnen doen. Ze voelen minder bewegingsruimte om te vernieuwen. Triodos heeft altijd gepioneerd, al sinds haar ontstaan, maar pionieren is voor banken door de toenemende regeldruk steeds lastiger.

De aandacht voor het thema duurzaamheid is natuurlijk ook sterk toegenomen. Voorheen was dat bij veel banken soms niet veel meer dan window dressing. Inmiddels heeft elke bank een 'Hoofd Sustainability'. Triodos Bank niet. Sustainability is immers ons bestaansrecht. We zijn ervoor opgericht.

We willen dat geld uitsluitend werkt aan positieve verandering en dus willen we transities die nu nodig zijn ook financieren. Bijvoorbeeld de energie- en voedseltransitie. Maar dat is niet alles. We zijn ook opgericht om de financiële sector van binnenuit te kunnen veranderen. Dat draagt ertoe bij dat de financiële wereld steeds meer aandacht heeft voor duurzaamheid. Samen met andere instanties, vooral wetenschappelijke, hebben we het Sustainable Finance Lab (SFL) opgericht. SFL doet voorstellen om via wetgeving heldere normen te formuleren voor de klimaattransitieplannen. Denk daarbij aan rapportages en doelstellingen voor alle relevante financieringen en beleggingen en duidelijke actieplannen voor de korte termijn. Dat doet SFL ook samen met een aantal

pensioenfondsen. In het begin werd er weleens lacherig over gedaan, maar SFL is nu een gevestigd instituut waar mensen als Klaas Knot en Sigrid Kaag graag een presentatie komen geven. En als middelgrote bank hebben we ons verenigd in de Global Alliance for Banking on Values (GABV). Daar zijn nu wereldwijd zo'n honderd banken, allemaal >

‘Wij willen vooral bereiken dat iedereen meegaat in die transitie. Zodat ook mensen die minder goed bedeeld zijn, geholpen worden om energiezuinig te leven.’

‘We willen dat geld uitsluitend werkt aan positieve verandering en dus willen we transities die nu nodig zijn ook financieren.’

waarde- en missiegedreven, bij aangesloten. Langs die weg proberen we de financiële sector te veranderen. Maar dus ook via het SFL, waar we heel graag ook de grote banken in mee willen hebben.

In zekere zin organiseren we zo dus onze eigen concurrentie. Maar om koploper te blijven moeten we, is mijn verwachting, meer gaan doen dan in het verleden. Een goed voorbeeld daarvan is dat we onze focus van windmolens hebben verlegd naar energieopslag. Waar andere banken nog wat schroom hebben ten aanzien van bijvoorbeeld superbatterijen, pionieren wij daar volop. Om te laten zien dat het financierbaar is. En er is nog ontzettend veel te doen. Voor onze nieuwe campagne kozen we daarom bewust de pay-off ‘we zijn pas net begonnen’.

Het belangrijkste thema in mijn werk? Dat zijn onze medewerkers. Wij werven anders dan andere banken. ‘Pas je hier?’ is onze kernvraag als we vacatures willen vervullen. Pas daarna kijken we naar het CV. Zo kijken we ook naar klanten. Vraag 1 is altijd: ‘Past deze ondernemer bij ons en onze missie?’ Ons wervingsbeleid brengt mee dat ons medewerkersbestand zeer divers is. Natuurlijk hebben we juristen en economen in dienst, maar ook mensen die de modeacademie hebben gedaan. En criminologen en kunsthistorici. Kortgeleden maakte ik kennis met een nieuwe medewerker die bij Holland Casino had gewerkt voor ze bij ons kwam. Niet op de financiële afdeling, zoals ik verwachtte, maar als croupier, twintig jaar lang. Zij heeft daar een schat aan mensenkennis opgedaan en werkt nu bij ons op het gebied van Know Your Customer en Customer Due Diligence. Verder werken we samen met Refugee Talent Hub om te proberen ook vluchtelingen aan een baan te helpen. En tot onze vreugde lukt dat.

En ja, ook wij worden geconfronteerd met de krapte op de arbeidsmarkt. Onze medewerkers zijn, met al hun kennis en ervaring op thema's die in deze tijd steeds belangrijker zijn geworden, gewild bij andere banken. Toch blijven we zien dat wie hier werkt niet alleen belang hecht aan het salaris. Ook een goede balans tussen werk en privé, de missie van de bank, de collega's en hun intrinsieke motivatie telt voor onze mensen zwaar.

Momenteel zitten we in een aantal transities. We zijn organisch gegroeid en nu bezig om verschillende on-

derdelen die vrij autonoom werken, beter met elkaar te verbinden. We zoeken wegen om meer te profiteren van de kennis die hier aanwezig is. Met onze certificaathouders zitten we in een transitie naar een nieuwe kapitaal-

structuur. Om ons heen vindt de energietransitie plaats waar ook wij natuurlijk deel van uitmaken. Wij willen vooral bereiken dat iedereen meegaat in die transitie. Zodat ook mensen die minder goed bedeeld zijn, geholpen worden om energiezuinig te leven. Het sociale aspect telt voor ons net zo zwaar als het groene. Het gaat bij ons om rood én groen.

Mijn besluit om een MBA te doen heeft voor mijn loopbaan het verschil gemaakt. Dat geldt ook voor mijn overstap uit de commercie naar het kredietrisico-management. De omgeving verklaarde me destijds voor gek. Je gaat toch ook niet van pianoles naar fluitles? Maar nogmaals, door die overstap ontdekte ik dat bankieren mensenwerk is.

Dat ik een mensgerichte directeur word genoemd, heeft denk ik mede met mijn leeftijd te maken. Vanaf een bepaald moment was ik klaar met mezelf te moeten profileren. Mensen helpen om verder te komen is veel leuker! Ik merk dat mensen mij vertrouwen en om hulp durven vragen. Ook veel jonge vrouwen. Deze coachende rol, waarin ik bewust op de achtergrond blijf, bevalt me. Mijn kennis en ervaring delen. Mijn netwerk openzetten en gebruiken. Bijvoorbeeld voor onze samenwerking met Refugee Talent Hub. We hebben ervoor gekozen om onze eigen LinkedIn-profielen open te stellen voor een vluchteling. Zo heb ik 3 weken lang op mijn LinkedIn-profielfoto gestaan met Maryam. Zij komt uit Irak. Ik wens Maryam van harte toe dat ze daar een baan aan overhoudt.

Mijn man en ik zijn al heel lang samen. We kennen elkaar van het zeilen. Hij was daar erg goed in en ik juist niet. We gingen allebei geschiedenis studeren en kozen er bewust voor om niet beiden als historicus aan het werk te gaan. Dat zou tekenen voor een onzekere toekomst zijn geweest. Maar we doen wel heel veel samen. We houden van eten en drinken, en verdelen de taken klassiek. Samen lezen we letterkunde, luisteren we naar muziek en houden we van beeldende kunst. Ook reizen we graag. ■

Wat niet op tafel komt in de pensioendiscussie

In Frankrijk gaat men de barricaden op voor de pensioneringsleeftijd. In Nederland gaat de discussie vooral over de verdeling van de pensioenpot tussen generaties. Als belangrijkste oorzaak van de financieringsproblemen van de pensioenen in Europa wordt de vergrijzing genoemd. Maar is dat wel zo?

De pensioenproblematiek in Europa speelt al decennia. De meeste Europese landen kenden lange tijd alleen een omslagstelsel. Al in de jaren negentig werd echter onderkend dat door vergrijzing de verhouding tussen actieven versus niet-actieven zou verslechteren, met als gevolg dat de lasten van het omslagstel door een steeds kleinere groep actieven zouden moeten worden gedragen. Vandaar dat Alain Juppé in 1996 hervormingen van het pensioenstelsel wilde doorvoeren in Frankrijk. Dat kostte hem de politieke kop.

Wat destijds minder in het oog sprong, was de al ingezette groei van de inkomens- en vermogensongelijkheid in Westerse democratieën. Pas decennia later werd daar onderzoek naar gedaan (zoals Thomas Piketty, 2013). In 2020 publiceerden Saez en Zucman, dat in de VS het besteedbare inkomen van de onderste 50% van de inkomens over de periode 1980-2020 in reële termen met 16% was gestegen. Gemiddeld voor alle inkomens was dat 70%. In Nederland denken we altijd dat die ongelijkheid aanzienlijk minder is.

Nee dus. In 2014 publiceerde de WRR het rapport 'Hoe ongelijk is Nederland?', waarin de conclusie werd getrokken dat de ongelijkheid in de vermogensverdeling erg groot was en ten aanzien van de bruto-inkomensverdeling versneld groeide. In dezelfde week dat de WRR haar rapport publiceerde, stelde het CBS echter dat de 'inkomensverschillen stabiel en laag zijn'. Het IMF en de OESO ondersteunden destijds overigens de conclusie van de

WRR. Hoe zit het nu en wat is de relatie met de pensioendiscussie?

Het CBS neemt de Arbeidsinkomensquote (AIQ) als maatstaf, het aandeel van de productiefactor arbeid in het nationale inkomen. Tussen 1977 en 2020 daalde de AIQ met circa 9% en vormt volgens de CBS-berekeningen nu nog steeds rond de 72% van het nationale inkomen. Uit de statistieken is echter niet zomaar informatie te halen over de inkomens- en vermogensverdeling. Niet omdat die statistieken de groeiende ongelijke verdeling niet preciezer willen laten zien, maar omdat ze voor een ander doel ontworpen zijn. Zo wordt in Nederland vermogensgroei als gevolg van kapitaalwinst bijvoorbeeld niet als inkomen gezien. Dat geldt zelfs voor winst op aandelenopties die rechtstreeks voortkomen uit arbeidsrelaties: ook die wordt niet als inkomen, maar als vermogenswinst gezien. Sinds de Tweede Wereldoorlog is het belastingstelsel in de Westerse landen gericht op het belasten van inkomen uit arbeid. De afgelopen decennia is de groei van inkomen uit vermogen aanzienlijk in belang toegenomen. Maar niet in de statistieken die inkomen anders definiëren. Anders gezegd: het overgrote deel van de productiviteitsgroei in de afgelopen decennia is niet bij arbeid terechtgekomen. Financiering van pensioenen is gekoppeld aan arbeid. Arbeid die een steeds kleiner deel van het nationale inkomen ontvangt. Zeker als we dit corrigeren op de wijze waarop Saez en Zucman dat voor de VS hebben gedaan. Een samenleving die ongelijkheid steeds verder ziet toenemen en waarbij grote groepen burgers moeite hebben het hoofd boven water te houden, kan wachten op problemen. Wat dat betreft is de pensioendiscussie in Europa een symptoom van het onderliggende probleem. Niet alleen zijn er in verhouding minder actieven, maar die actieven krijgen ook nog eens een almaar krimpend deel van de nationale koek. In de pensioendiscussie is aandacht voor de krimpende basis voor de financiering van de pensioenen daarom letterlijk broodnodig. ■



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

Werk aan inclusiviteit, en diversiteit volgt!

Het bevorderen van diversiteit en inclusiviteit in de beleggingsindustrie is noodzakelijk. Het leidt tot betere beleggingsresultaten, zorgt voor een prettiger werkklimaat en stelt beleggers in staat klanten én de maatschappij beter van dienst te zijn.

Het belang van het verbeteren van diversity, equity en inclusion (DEI) werd unaniem onderschreven door de topmanagers van Nederlandse vermogensbeheerders die deelnamen aan de Ronde Tafel van afgelopen februari, die door CFA Society Netherlands werd georganiseerd. De vraag hoe DEI te verbeteren, bleek echter niet zomaar te beantwoorden.



Helpt het stellen van 'targets'? Hoe verhouden diversiteit en inclusiviteit zich tot elkaar? En hoe nuttig is de focus op genderdiversiteit binnen het vraagstuk van gewenste diversiteit in alle mogelijke criteria? Margaret Franklin, Voorzitter en CEO van CFA Institute, die ook deelnam aan de Ronde Tafel, gaf aan dat vragen over DEI overal ter wereld spelen, maar wel van cultuur tot cultuur verschillen. Genderdiversiteit staat overal op de agenda.



Door **Anne-Marie Munnik**, Directeur, en **Noortje Draper**, Bestuurslid, CFA Society Netherlands

Veel targets zijn, zowel vanuit regelgeving als vanuit interne bedrijfsdoelen, gericht op het vergroten van diversiteit. Al blijft diversiteit, anders dan gender of leeftijd, lastig te meten vanwege de vertrouwelijkheid van dergelijke data. Tijdens de Ronde Tafel ontstond gaandeweg de consensus dat het aantrekken van medewerkers met diverse kenmerken een uitdaging is en het behouden hiervan zelfs nog meer. Te veel getalenteerde mensen verlaten de beleggingsindustrie omdat ze deze te weinig flexibel vinden, omdat ze onvoldoende aansluiting vinden, of omdat ze geen kansen zien om door te groeien.

Een inclusieve bedrijfscultuur is een voorwaarde voor het behoud van divers

talent in een organisatie. En daar zijn in de praktijk nog behoorlijke stappen te zetten. In een inclusieve bedrijfscultuur voelen medewerkers zich gerespecteerd, gewaardeerd en veilig om hun bijdrage te leveren of vragen te stellen. Het is van essentieel belang dat de top van de organisatie hiervoor het kader zet. Wat hebben medewerkers nodig om zich veilig te voelen? Welke arbeidsvoorwaarden zijn noodzakelijk en wat zijn de specifieke vaardigheden en eigenschappen die iemand met zich meebrengt? Oprechte aandacht en vragen stellen zijn hiervoor cruciaal. Om open vragen te kunnen stellen, is het nodig unconscious biases te verminderen. Dit kan bijvoorbeeld door het volgen van een gerichte training, waardoor men zich bewust wordt van ongewenste vooroordelen. Voor behoud van talent zou het (meer) faciliteren van deeltijdwerk ook een goede stap kunnen zijn. Bijvoorbeeld voor jongeren, die een andere balans in werk en privé nastreven, of voor mensen met zorgtaken. Door verantwoordelijkheden van een individu naar een team te verleggen, kan de continuïteit van (beleggings)processen geborgd blijven. Belangrijk is dat deeltijdwerkers een gelijke waardering en dezelfde mogelijkheden tot promotie krijgen als fulltime medewerkers.

Hoe draagt de aandacht voor genderdiversiteit bij aan de noodzakelijke verbetering van DEI? Nadenken over hoe vrouwen te interesseren in een carrière in de beleggingsindustrie, en – belangrijker nog – hoe hen een omgeving te bieden die ook op langere termijn blijft inspireren, draagt bij aan een inclusieve cultuur en daarmee ook aan diversiteit volgens andere maatstaven. Focus op alleen gender is echter niet genoeg. Inclusiviteit en diversiteit, de kip en het ei, wat komt het eerst? Voor organisaties met een inclusieve cultuur is het eenvoudiger de diversiteit van het personeel te vergroten en die te behouden. Dus wat ons betreft is focus op inclusiviteit de belangrijkste eerste stap! ■

Marketingmateriaal

Dit materiaal is uitsluitend bestemd voor verspreiding onder professionele beleggers. Het is niet bestemd voor verspreiding aan personen of entiteiten die burger of inwoner zijn van een plaats, staat, land of ander rechtsgebied waar een dergelijke verspreiding, publicatie of gebruik in strijd zou zijn met de wet- of regelgeving. Aan elke belegging zijn risico's verbonden, waaronder het risico van kapitaalverlies. De informatie en gegevens in dit document mogen niet worden beschouwd als een aanbod of een uitnodiging om effecten of financiële instrumenten of diensten te kopen, te verkopen of erop in te schrijven.

Drie decennia van zorgvuldigheid. Onze benadering van private assets.



Voor meer informatie over onze alternatieve beleggingsmogelijkheden, scan de QR-code of bezoek assetmanagement.pictet



PICTET
Asset Management

Building Responsible Partnerships

Op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel staat spanning

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Wat betekent het nieuwe pensioenstelsel voor het huidige beleggingsbeleid? Sorteert je wel of niet voor met je rente-afdekking? Die twee vragen stonden centraal tijdens de paneldiscussie waarmee het seminar ‘Beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel’ voor 150 pensioenfondsbestuurders onlangs werd afgesloten.

Voorzitter Randy Caenen ziet dat pensioenfondsen tijdens de transitie van het nFTK naar de Wtp ook besluiten moeten nemen over de impact op het huidige beleggingsbeleid. Hoe sorteert je voor? Wordt de transitie een geleidelijk proces? Zijn er ankerpunten te plaatsen?

Jitzes Noorman geeft aan dat het alweer tweeënhalve jaar geleden is dat de hoofdlijnennotitie werd uitgebracht. ‘Een van de vragen was toen: Waar sorteert je met betrekking tot het nieuwe pensioenstelsel op voor? Op je eigen beleid, dat bij veel pensioenfondsen nog steeds niet duidelijk is, of op de marktomstandigheden? Dan komt het aan op de investment beliefs.’ Omdat het niveau van de dekkingsgraad op het transitiemoment zeer bepalend is voor het succes van de transitie en voor de doelstellingen en de inrichting van het beleid in het nieuwe stelsel, denkt Noorman dat hét vraagstuk nu de transitiefase en het beschermen van je dekkingsgraad is, zodat je daarmee op een voldoende hoog niveau zit.

Loranne van Lieshout maakt met betrekking tot het voorsorteren de volgende vergelijking: ‘Je gaat toch niet nu al links rijden als over een jaar de verkeersregels

‘Het is interessanter om niet-lineaire instrumenten in te zetten dan lineair je hele exposure van tafel te halen.’

wijzigen? We zitten nu gewoon in het huidige stelsel en zijn aan de huidige regels gebonden. Dus ik begrijp dat men niet gaat voorsorteren. Maar wat gebeurt er twee maanden voordat de pensioenfondsen overgaan naar het nieuwe stelsel? Ga je als fonds dan wel voorsorteren, omdat je waarschijnlijk wel met de juiste beleggingsmix het nieuwe stelsel wilt ingaan?’

Voorsorteren gaat volgens Noorman inderdaad wél spelen als je dichter bij het moment van de overgang naar het nieuwe stelsel zit en ook precies weet wat het piketpaaltje is, namelijk je eigen portefeuille waar je voor gekozen hebt. Hij citeert een pensioenfondsbestuurder die eenzelfde vergelijking als Van Lieshout maakte, toen hij zei: ‘Als je weet dat je volgende week op vakantie naar Engeland gaat, ga je niet nu al links rijden’. En de metafoor gaat volgens Noorman nog verder: ‘Want we weten nog niet eens dat we naar Engeland gaan, en we weten eigenlijk ook niet of ze daar links of rechts rijden. Dus je weet nog niet wat het beleid is dat je onder het nieuwe stelsel gaat voeren.’

Jessica Matelski is het hiermee eens en ziet dat er weliswaar niet wordt voorgesorteerd, maar dat er wel al wordt gekeken naar het verwachte nieuwe beleggingsbeleid wanneer nu portefeuillewijzigingen worden overwogen. In dit verband heeft zij het over de renteafdekking, en dan met name de curvepositionering, en illiquide beleggingen. ‘Er zijn fondsen die nu overwegen om de allocatie naar illiquide, bijvoorbeeld naar vastgoed, uit te breiden. Dan wordt wél getoetst wat zo’n fonds straks in het nieuwe stelsel verwacht te gaan doen en toetst men of die uitbreiding naar vastgoed dan niet zou moeten worden teruggedraaid.’

Caenen vraagt wat je met de renteafdekking doet als je, zoals heel veel pensioenfondsen in Nederland pretenderen, geen rentevisie hebt. Volgens Van Lieshout geven fondsen dat vaak net wat genuanceerder aan. Ze zeggen: ‘We hebben geen rentevisie, maar geloven wél dat als de rente heel laag is, er meer kans is dat de rente gaat stijgen dan dat die nog verder daalt. Dan zeggen de meeste fondsen dat ze daarom een dynamische rentestafel hebben. Het afgelopen jaar hebben veel fondsen hun rentehedge verhoogd. Nu gaan ze nadenken over de vraag of ze in >



VOORZITTER

Randy Caenen

Executive Board Member, CFRO, Nedlloyd Pensioenfondsen



Loranne van Lieshout

Senior Consultant & Partner, Ortec Finance



Jessica Matelski

Bestuurder, Lid Raad van Toezicht, diverse pensioenfondsen



Jitzes Noorman

Senior Delegated CIO & Investment Strategist, Columbia Threadneedle Investments

‘Als je ooit een niet-lineaire bescherming van de dekkingsgraad zou willen aanbrengen, dan is het nu het meest logische moment.’

de toekomst de dynamische rentehedge blijven volgen of dat ze de rentehedge vastzetten op dat hogere niveau. Want stel dat de rente nu gaat dalen – wat je je vanwege de huidige bankencrisis best kunt voorstellen – dan zou je de rentehedge dus weer moeten verlagen, waardoor je meer risico gaat lopen met je dekkingsgraad. Normaal gesproken zeg je: ik heb als pensioenfonds een lange beleggingshorizon, dus ik zit het wel uit tot de rente weer gaat normaliseren. Maar nu hebben we even te maken met een korte horizon, dus vraag ik me af of de rentehedge wat meer vastgeklikt moet worden op dat al genoemde hogere niveau.’

Matelski denkt daarnaast aan het beschermen van de invaardekkingsgraad. ‘Als je uitgaat van een bepaald niveau van de dekkingsgraad bij het invaren en je gaat daarmee rekenen, zou het wel heel onwenselijk zijn als daar weer een grote hap uitkomt. Het is nu eenmaal erger om weer op een dekkingsgraad van 90% terecht te komen als je alles hebt ingericht op het invaren met een dekkingsgraad van 115%, het inrichten van de solidariteitsreserve et cetera.’ Dat raakt volgens Noorman de investment beliefs. ‘Het tactisch beleid wordt bepaald door je geloof in het wel of

niet kunnen voorspellen van de renteontwikkeling, dus heb je wel of geen staffel. Een belangrijk belief daarvoor over het renterisico is of het beloofd wordt of niet. Dat bepaalt je strategisch beleid, namelijk of een hoge of lage afdekking een natuurlijk vertrekpunt is. Daaromheen heb je een tactisch beleid.’

Het nieuwe stelsel zorgt ervoor dat als het economisch goed gaat, de pensioenen sneller verhoogd kunnen worden. Pensioenen kunnen ook omlaaggaan als het economisch tegenzit. Caenen zegt dat hij het gevoel heeft dat we aan de vooravond van de invoering van het nieuwe pensioenstelsel toch willen voorkomen dat de pensioenen omlaaggaan. ‘Staat dat eigenlijk niet haaks op de hele Wtp-gedachte?’ Van Lieshout beaamt dit: ‘Ik dacht in eerste instantie ook: dat is raar, we gaan toch naar een systeem waarin uitkeringen gaan fluctueren? Waarom willen we dat nu voorkomen? Uit veel deelnemersonderzoek is echter gebleken dat gepensioneerden het wel heel vervelend vinden als hun uitkering wordt verlaagd. In het nieuwe stelsel zijn dan ook meerdere mechanismes ingebouwd om dat zoveel mogelijk te voorkomen, bijvoorbeeld via de solidariteitsreserve. Als je als fonds kiest voor zo’n invulling van het nieuwe stelsel met een solidariteitsreserve en die inzet om te voorkomen dat uitkeringen worden gekort, vind ik de dekkingsgraadbescherming wel weer wat logischer.’

Matelski denkt dat veel pensioenfondsbesturen zich zullen afvragen of er straks nog gekort moet worden voor het invaren en of er bijvoorbeeld voldoende middelen overblijven om de solidariteitsreserve te vullen. Van Lieshout gelooft dat besturen het ook belangrijk vinden om te voorkomen dat de suggestie wordt gewekt dat door de overgang naar het nieuwe stelsel gekort moet worden. ‘Als je in het huidige stelsel blijft, zul je in de volgende jaren ook vroeg of laat moeten korten bij een lage dekkingsgraad. Maar als de indruk bestaat dat het nieuwe stelsel de reden is om te moeten korten, dan is dat niet zo’n prettige start.’

Volgens Noorman blijft er sprake van een vraagstuk waar spanning op staat. ‘Nu al beleid wijzigen of misschien rendement van tafel halen raakt het evenwichtigheidsvraagstuk, aangezien de wetgever voorschrijft dat de transitie als geheel



evenwichtig moet zijn.’ Matelski: ‘Ik denk dat het interessanter is om niet-lineaire instrumenten in te zetten dan lineair je hele exposure van tafel te halen, met name met aandelen waar je een langetermijn rendementsvisie op hebt. Maar dit is geen gemakkelijk (uitvoerbaar) besluit. Daarbij rijzen vragen als: Wat kost het? Wie gaat de betreffende opties in de boeken nemen? Waar ga je het laten uitvoeren? Kan het bestuur de werking van deze constructies voldoende doorgronden? Dat zijn zaken waar ik besturen mee zie worstelen. Dit heeft ertoe geleid dat een non-lineaire structuur nog niet daadwerkelijk geïmplementeerd is.’ Van Lieshout geeft aan dat het inderdaad complex is en dat je het als pensioenfondsbestuur allemaal moet snappen en kunnen managen. ‘Een van de grootste risico’s in de optiestructuren is het basisrisico. Want wij kunnen wel goed een straight forward aandelenportefeuille beschermen, maar een pensioenfonds heeft natuurlijk een breed gespreide portefeuille met ook vastgoed en private equity. We kunnen dus nooit een perfecte bescherming bieden. Maar als je ooit een niet-lineaire bescherming van de dekkinggraad zou willen aanbrenge, dan is het nu het meest logische moment.’

‘Je kunt wel al gaan nadenken over structuur en educatie, maar er zijn weinig partijen die dat hebben gedaan’, zegt Noorman. ‘Vanwege de praktijk bij pensioenfonds van vergaderen met een ALM-consultant en een fiduciair, ben je al gauw een jaar bezig voordat er eenmaal een besluit is genomen. Dan is de markt veranderd, is er misschien een stagflatieschok overheen gegaan, moeten modellen opnieuw gedraaid worden en liggen puntenwolken weer anders. Ik zou adviseren: bedenk wat een goede struc-

‘Pensioenfonds moeten tijdens de transitie van het nFTK naar de Wtp ook besluiten nemen over de impact op het huidige beleggingsbeleid.’

‘Zonder dat je als pensioenfonds nu al hebt besloten of je er al dan niet mee aan de slag gaat, kun je wel op een gegeven moment bepalen of je opties interessant vindt.’

tuur is, welke opties acceptabel zijn en welke niet en ga die volgen door de tijd. Zonder dat je als pensioenfonds nu al hebt besloten of je er al dan niet mee aan de slag gaat, kun je wel op een gegeven moment bepalen of je opties interessant vindt.’ Van Lieshout is het hiermee eens. ‘Er zijn nog een heleboel dingen onduidelijk. Je moet zeker weten wanneer je precies overgaat naar het nieuwe stelsel, als dat wettelijk gezien al allemaal door gaat. Je moet ook reeds allerlei keuzes hebben gemaakt over hoe je beleid er in het nieuwe stelsel uitziet. En je moet hebben berekend bij welke dekkinggraad je je uitkeringen moet korten. Als je op al die beslismomenten gaat wachten voordat je de optiestrategie gaat uitwerken, ben je waarschijnlijk te laat en kun je die strategie niet meer implementeren.’

Matelski vindt de analyse van welke niveaus je wilt beschermen heel nuttig. ‘Je moet je afvragen wat je wilt en wat dat kost. Je kunt je afvragen of het nog veel nut heeft om een dekkinggraad vanaf niveaus onder de 90% te beschermen. Maar wat wil je dan wel? Het huidige dekkinggraadniveau vasthouden zonder opwaarts potentieel weg te geven, lijkt onbetaalbaar. Wellicht wil je dan misschien het liefst het niveau beschermen dat je nodig hebt om in te varen, wat natuurlijk ideaal zou zijn. Ook dit blijkt echter erg kostbaar, waarmee de beste keuze niet evident is.’

Caenen stelt de vraag aan wie de kosten moeten of mogen worden toegerekend. Volgens Matelski worden de kosten idealiter toegerekend aan degenen die er profijt van hebben. ‘Dat moet je in beeld zien te krijgen.’ Van Lieshout denkt dat dekkinggraadbescherming voornamelijk voor de ouderen wordt aangebracht. ‘Dat zijn natuurlijk tevens de mensen met het meeste vermogen in het fonds. Dus als je de kosten uit de dekkinggraad haalt, is dat misschien wel relatief eerlijk.’ ■

IN HET KORT

Er wordt nu nog niet voorgesorteerd, maar er wordt wel al gekeken naar het verwachte nieuwe beleggingsbeleid wanneer nu portefeuillewijzigingen worden overwogen.

In het nieuwe stelsel zijn meerdere mechanismes ingebouwd om zoveel mogelijk te voorkomen dat de pensioenuitkeringen worden verlaagd.

De analyse van rond welke dekkinggraadniveaus bescherming wenselijk is en de daarbij behorende kosten, is nuttig.

Matching moet harder werken voor een koopkrachtiger pensioen

Lifecycle-beleggen onder de Wet toekomst pensioenen snijdt de beleggingsportefeuilles van deelnemers meer toe op hun risicopreferentie en hun draagkracht. Het concept van return- en matchingportefeuilles blijft derhalve prima bruikbaar om hier invulling aan te geven.

Door *Martin Sanders*

Standaard Returnportefeuille

Returnportefeuilles, vooral bedoeld om op de lange termijn voldoende kapitaal op te bouwen voor een nominaal pensioen met daarboven enige mate van indexatie, worden in de Wet toekomst pensioenen (Wtp) geoptimaliseerd naar maximaal aanvaardbare risico-rendementsprofielen. De returnportefeuille zal er hierdoor voor elk cohort (min of meer) hetzelfde uit gaan zien. Er kan immers worden volstaan met de optimale portefeuille, tenzij het oudste cohort een meer liquide returnportefeuille nodig heeft.

Matchingportefeuilles zijn maatwerk

Per cohort wordt de matchingportefeuille geoptima-

liseerd. De samenstelling kan variëren: van veel derivaten plus cash tot aan een geoptimaliseerde vastrentende portefeuille aangevuld met derivaten. In dit artikel gaan we dieper in op de matchingportefeuille aan

de hand van een voorbeeld. Om het geheel voor een hypothetisch pensioenfonds enigszins overzichtelijk te houden, worden alle deelnemers ingedeeld in vijf cohorten: een cohort van 18 tot 35 jaar, van 35 tot 52 jaar, van 52 tot 68 jaar, van 68 tot 83 jaar, en van 83 en ouder.

Zoals gesteld, is matching maatwerk per cohort doordat de rentegevoeligheid van de ambities – de nieuwe ‘verplichtingen’ – het langst zijn voor de jongste deelnemers, in het eerste cohort, en het kortst voor de oudste deelnemers, in het laatste cohort. Om dit risico te beheren, zijn er verschillende instrumenten op de markt die passend zijn voor de verschillende cohorten.

Zo zal het jongste cohort vrijwel alleen gebruikmaken van langlopende interest rate swaps (IRS), aangevuld met een collateral portefeuille van cash en bonds. Voor looptijden boven de 30 jaar zijn er relatief weinig obligaties op de markt om een mooi passende rentehedge te construeren. IRS vormen het handigste instrument om gaten in de looptijden aan te vullen.

Cohorten met looptijden korter dan 30 jaar kunnen (vrijwel) geheel een rentehedge aanbrengen met obligaties. Dit is de groep die met pensioen is: 68 jaar en ouder.

De twee middelste cohorten – van 35 tot 52 jaar en van 52 tot 68 jaar – beleggen in een matchingportefeuille die een mix is van derivaten en obligaties.

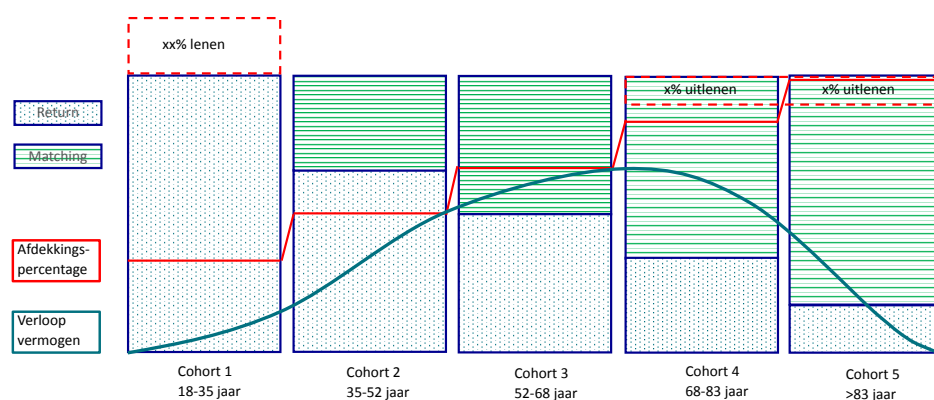
Hierna zoomen we verder in op de verschillende matchingportefeuilles.

Renteafdekking: verschillende percentages per cohort nodig

Naast het voeren van een return- en matchingportefeuille, waarvan de verhouding per cohort in de loop der tijd verschuift naar de matchingportefeuille, wordt per cohort een verschillend renteafdekkingspercentage gevoerd.

Renteafdekking levert voordelen op voor elk cohort. Alleen de mate waarin dit nodig is, verschilt sterk. Ook voor het jongste cohort geldt dat een zekere mate van rentehedging (25-35%) positief bijdraagt aan het rendement op de

FIGUUR 1: LIFECYCLE-INDELING IN 5 COHORTEN VAN (ONGEVEER) 17 JAAR JONG LEENT VAN OUD, VOOR COLLATERAL EN/OF EXTRA RETURN



Bron: AXA Investment Managers.

lange termijn. Naast de rentespread die wordt geïncasseerd op de rentehedge (lange rente minus korte rente), draagt de diversificatie tussen de returnportefeuille en de rentehedge bij aan een beter risico-rendementsprofiel. Merk op dat de hier genoemde afdekkingspercentages veel lager liggen dan in het FTK gebruikelijk is voor het jongste cohort (50% of meer).

De twee middelste cohorten kennen een oplopend rentehedgepercentage naarmate de looptijd van de 'verplichtingen' (ambitieniveaus) afneemt. Het oudste cohort met de kortste looptijden zal het meeste van de rentegevoeligheid (zo niet geheel) afdekken om nominale uitkeringen veiliger te stellen.

Het is nog lastig vast te stellen of de gemiddelde renteaftdekking voor de hele Nederlandse pensioenpopulatie zal afwijken van het gemiddelde onder het FTK (50%).

Matching moet harder werken in de Wtp

De Wtp streeft naar een koopkrachtiger pensioen, waarbij er meer en eerder geïndexeerd kan worden. Dat doel is echter moeilijk te realiseren. Temeer daar de Wtp in de basis een nominaal systeem is en daarom geneigd is om alleen op nominale uitkomsten te sturen.

Uit berekeningen van onder anderen Henk Bets (die geverifieerd zijn door het ministerie van SZW) is duidelijk geworden dat het voor de groep gepensioneerden niet aantrekkelijk is om alleen het nominale rentetermijnstructuur- 'beschermingsrendement'

te ontvangen. Bets heeft aangetoond dat deze groep minstens 50% in een returnportefeuille moet blijven beleggen, met alle risico's op kortingen van dien, om het koopkrachtverlies van ongeveer 2% door inflatie op te vangen. Volgens Bets is 1,5% tot 1,7% op te vangen door de returnportefeuille. De Wtp rekent impliciet met het rendement van een returnportefeuille, met een gewicht van 35% in de uitkeringsfase. De overige 65% zit in de matchingportefeuille. Die moet dus harder gaan werken om bij te dragen aan een bescherming tegen inflatie.

Dat kan alleen als de matchingportefeuille een extra rendement realiseert boven de (nominale) rentetermijnstructuur. Dat kan door bijvoorbeeld te beleggen in obligaties met een betere risico-rendementsverhouding, een lagere rating, of een lagere liquiditeit. Om ongeveer 2% inflatie op te kunnen vangen, moet de matchingportefeuille 0,50% tot 0,75% extra renderen in de uitkeringsfase. Kortom, het theoretische beschermingsrendement is inferieur en het extra rendement van een belegde matchingportefeuille is hard nodig.

Een andere manier om in de uitkeringsfase een betere bescherming tegen de uitholling van koopkracht te realiseren, is door Inflation Linked Bonds (ILB) en Inflation Swaps (ILS) op te nemen. Met betrekking tot ILB geldt dat vooral de korter lopende obligaties een betere bescherming bieden tegen onverwachte inflatiestijgingen. Op de lange termijn mag worden verondersteld dat langlopende nominale obligaties,

bij een normaal functionerend monetair beleid, ook een inflatiebescherming bieden die enigszins vergelijkbaar is met ILB. Deze zijn in de uitkeringsfase echter steeds minder nodig, gegeven de korter wordende looptijden.

Ook in de middelste cohorten kan de matchingportefeuille een bijdrage leveren door wat risicovoller te beleggen. Qua duratie moet de matching wel in lijn blijven met de gewenste renteaftdekking. Het is immers niet de bedoeling om forse looptijdenrisico's te nemen.

Hoewel, met name voor het jongste cohort is het instapniveau van de rente wel degelijk van belang. Het is niet rendabel, zoals onder het FTK is gebeurd, om langlopende IRS af te sluiten tegen een zeer lage of zelfs negatieve rente. Jongeren profiteren dan niet van het herbeleggen van de coupons op de lange termijn en niet of maar beperkt van diversificatievoordelen ten opzichte van de returnportefeuille. Wanneer de lange renteniveaus weer aantrekkelijk zijn, kunnen de jongste cohorten er op de lange termijn wel weer van profiteren. ■

Disclaimer

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



Martin Sanders

Head of Pension Investments,
AXA Investment Managers

IN HET KORT

Naast een standaard returnportefeuille zal onder de Wtp per cohort een maatwerk-matchingportefeuille moeten worden aangehouden.

Jong en oud profiteert van een zekere mate van renteaftdekking.

De matchingportefeuille moet steeds harder gaan werken, zeker omdat deze een steeds groter deel van de beleggingsportefeuille zal gaan uitmaken, tot meer dan 65% in de uitkeringsfase.

Dit kan door meer te beleggen in Inflation Linked Bonds, Credits, SSA-obligaties, hypotheek en alternatieve fixed income-producten.

Prudent person vereist functiescheiding in het vermogensbeheergebouw

In de modulaire opzet van het vermogensbeheergebouw worden de vijf functies van het vermogensbeheer gescheiden ondergebracht. Hierdoor is countervailing power ingebouwd en is het bestuur maximaal in control.

Door Rik Albrecht en Jacco Heemskerk

Belangenverstrengeling is een van de grootste risico's bij de uitbesteding van het vermogensbeheer. Bij veel pensioenfondsen is dit risico in de organisatie van het vermogensbeheergebouw ingebakken omdat te veel taken bij één 'fiduciare' partij worden ondergebracht. Pensioenfondsbesturen zijn zich misschien wel bewust van dit risico, maar daar staat tegenover dat het one-stop-shop model zo lekker ontzorgt. Bovendien is het idee dat het goedkoper is. Alles onderbrengen bij één fiduciair met een bekende naam geeft een veilig en vertrouwd gevoel. 'Trouwens, experts die elkaar vliegen afvangen, daar word je alleen maar moe van.'

De ene fiduciair is de andere niet, maar kenmerkend voor het 'one-stop-shop' model is dat meerdere functies van het vermogensbeheergebouw door één organisatie worden uitgevoerd. Dit opent de deur naar belangentegenstellingen, zoals:

'Belangenverstrengeling is een van de grootste risico's bij de uitbesteding van het vermogensbeheer.'

- De fiduciair beveelt alleen die beleggingscategorieën aan waarvoor de collega vermogensbeheerder huisfondsen heeft.
- Bij de managersselectie worden de selectiecriteria afgestemd op de kenmerken van het huisfonds van de collega vermogensbeheerders.
- De ALM-studie heeft rooskleurige verwachtingen voor de beleggingscategorie waar de collega vermogensbeheerder positief over is.
- In de rapportage wordt een fout gemaakt, maar de collega fiduciair houdt de fout onder de pet om geen onnodige onrust te veroorzaken.
- De fiduciair lijkt gratis, omdat deze kosten zijn verwerkt in de kosten voor de matchingportefeuille.

Dit kan leiden tot de situatie waarbij de fiduciair onbedoeld sturend is in het vermogensbeheer van het pensioenfonds. In een onderzoek uit 2021 van DNB wordt dit risico specifiek onderkend: 'Doordat de fiduciair manager werkzaam is in dezelfde organisatie als de vermogensbeheerder, kan verstrengeling van de belangen van het pensioenfonds met de (commerciële) belangen van de vermogensbeheerder plaatsvinden, hetgeen bijvoorbeeld kan leiden tot advisering die niet primair in het belang is van het pensioenfonds.'

Prudent person vereist echter onafhankelijkheid 'in state and mind' van de verschillende functies binnen het vermogensbeheergebouw, zodat countervailing power is ingebouwd. Dat kan alleen gerealiseerd worden door functiescheiding. In de modulaire opzet van de governance en organisatiestructuur van het vermogensbeheergebouw worden alle functies bij verschillende partijen ondergebracht.

Het vermogensbeheergebouw bestaat uit de volgende vijf modules (zie Figuur 1):

- **Advies**
Op ad hoc-basis wordt een investment consultant of andere specialist ingehuurd voor projecten zoals managersselectie en ALM-studie.
- **Vermogensbeheer**
Dit kunnen meerdere vermogensbeheerders zijn die ieder een (deel)portefeuille beheren en herbalanceren.

‘Door de ‘verdeel en heers’-strategie van de modulaire opzet is het bestuur maximaal in control van de governance.’

- **Rapportage**
Op basis van de beleggingsadministratie produceert een custodian of andere rapportagefabriek geconsolideerde rendement-, risico- en duurzaamheidsrapportages en rapportages voor toezichthouders.
- **Bestuur**
Bestuur, voorbereid door een beleggingsadviescommissie, besluit over beleid, uitbesteding en evaluatie.
- **Regie**
Het eigen of uitbestede bestuursbureau vormt de linking pin tussen de andere vier modules en bereidt beleid en uitbesteding voor.

Door de ‘verdeel en heers’-strategie van de modulaire opzet is het bestuur maximaal in control van de governance. Iedere module staat onafhankelijk tegenover de andere modules waardoor countervailing power ontstaat. Het bestuur heeft beter zicht op wat iedere module kost omdat alles apart wordt gefactureerd. Als een uitbestedingspartij binnen een module niet bevalt, kan die makkelijk worden vervangen, zónder dat het hele vermogensbeheergebouw op z'n kop moet. Is de modulaire opzet duurder dan alles bij één partij? Dan is meteen de uitruil tussen kosten en integriteitsrisico duidelijk.

De modulaire opzet verwacht echter meer professionaliteit van het bestuur, om actief sturing te kunnen geven aan de strategische koers van het vermogensbeheer. Ondertussen neemt de onafhankelijke regisseur het bestuur werk uit handen door de modules onderling te coördineren. De regisseur bereidt beleid en uitvoering voor, zodat het bestuur een goed dossier heeft om over te besluiten. Aldus ontstaat een gerechtvaardigd vertrouwen in de beheers- te en integere bedrijfsvoering, het uitgangspunt voor prudent person. ■



Rik Albrecht

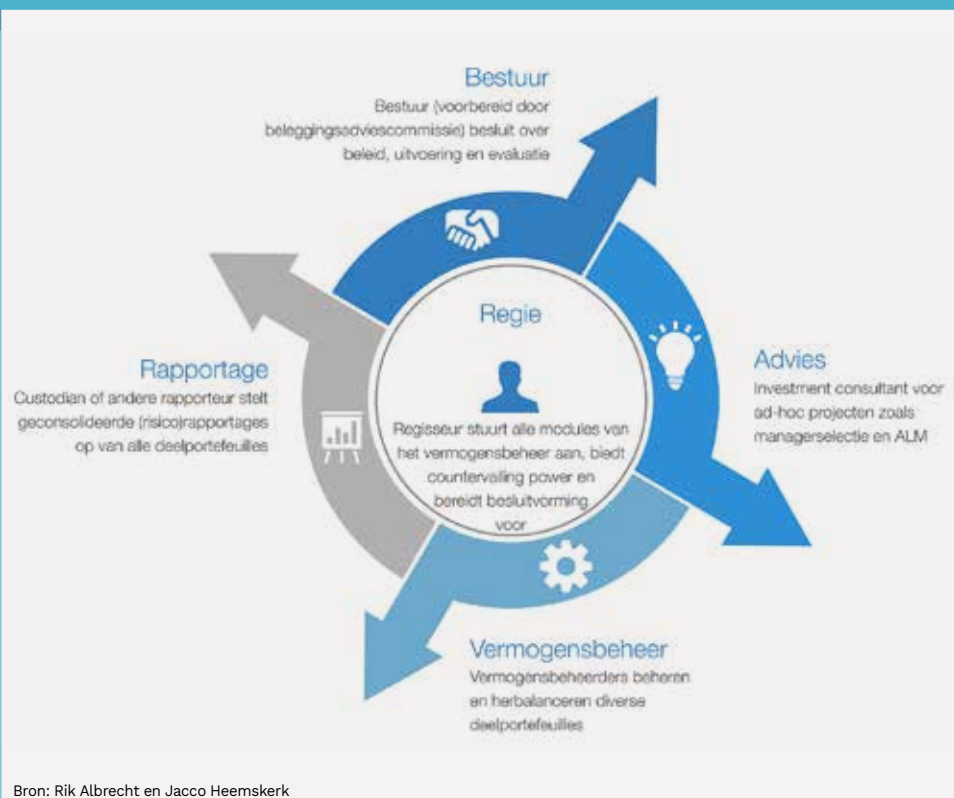
Professioneel Bestuurder
Vermogensbeheer bij diverse
pensioenfondsen, Docent bij
SPO, Adviseur bij Roccade.



Jacco Heemskerk

Onafhankelijk Investment
Consultant, Bestuurder en
Toezichthouder

FIGUUR 1: DE VIJF MODULES VAN HET VERMOGENSBEHEERGEBOUW



IN HET KORT

Belangenverstremgeling is een van de grootste risico's van het one-stop-shop model van fiduciair beheer.

Prudent person vereist functiescheiding zodat countervailing power is ingebouwd.

In de modulaire opzet worden de vijf functies van vermogensbeheer gescheiden ondergebracht.

Door de verdeel en heers-strategie van de modulaire opzet is het bestuur maximaal in control.

In de modulaire opzet geeft het professionele bestuur actief sturing aan de strategische koers van het vermogensbeheer.

De regisseur coördineert en bereidt besluitvorming door het bestuur voor.

Debt lijkt nu interessanter dan equity

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Nog niet zo heel lang geleden werd nauwelijks naar infra en real estate debt gekeken als alternatief voor andere vastrentende beleggingscategorieën. Daar is verandering in gekomen. Beleggers moeten tenminste overwegen of ze erin willen investeren of niet. Het is momenteel een goed moment om weer in debt te beleggen.

Wat is de reden om te investeren in infrastructuur en private debt?

Viktor Kozel: 'De vraag naar infra debt is de afgelopen jaren sterk toegenomen en zal dat naar verwachting blijven doen, vooral omdat we momenteel in een onzekere, onveilige wereld leven. De asset class is veerkrachtig en defensief en vanuit een risico-oogpunt daarom aantrekkelijk. Verder voegt infrastructuur diversificatie toe aan de portefeuille. Infrastructuur presteert over het algemeen beter dan beursgenoteerde aandelen en obligaties. Er is een index voor infra debt die consequent meer dan honderd basispunten hoger is dan de investment-grade obligatie-index. Het risico-rendementsprofiel van infrastructuur is dus aantrekkelijk voor beleggers.'

Lisa Crass: 'Ik wil hier het ESG-aspect aan toevoegen: infrastructuur zal van nature vaak positief bijdragen aan milieu- of sociale doelstellingen, omdat deze sector onze economieën en gemeenschappen schraagt.'

Bert Schoen: 'Infrastructuur biedt mogelijkheden om exposure te krijgen naar specifieke subsectoren als bijvoorbeeld de energietransitie.'

Claus Fintzen: 'Obligaties zijn vooral door het beleid van de centrale banken steeds minder aantrekkelijk geworden. Beleggers zijn gaan beseffen dat infrastructuur in staat is om langdurig stabiele kasstromen te genereren.'

Markus Schaen: 'Onze klanten zijn steeds meer geïnteresseerd in impact investing, onder meer in de energietransitie. Infra debt is een van de asset classes waarin impact gecreëerd kan worden. Vanuit het oogpunt van diversificatie is investeren hierin aan-

trekkelijk, evenals de illiquiditeitspremie. Verder vinden veel van onze klanten het prettig dat we in real assets investeren. Bijvoorbeeld in windparken. Dat correspondeert met hun klimaat- en milieuambities.'

Wat is er te zeggen over vastgoedschulden?

Duncan Batty: 'Als belegger in vastgoedschulden profiteer je van zekerheid over iets met intrinsieke waarde. Je hebt een aanzienlijke aandelenkapitaalbuffer achter je in de kapitaalstructuur, die verliezen absorbeert. Bij volatiliteit in de onderliggende vastgoedmarkten is sprake van een flinke hoeveelheid neerwaartse bescherming. Sinds de wereldwijde financiële crisis is het risico van beleggen in real estate debt gedaald en het rendement gestegen. Ik denk dat de dynamiek in de huidige marktomgeving gunstig uitvalt voor de belegger. Dit is typisch een markt met variabele rentes, dus men kan profiteren van de stijgende basisrente. Omdat real estate debt meestal bilateraal is – markttransacties worden doorgaans op bilaterale basis gedaan – heb je als belegger de mogelijkheid om te kiezen en mandaten te creëren, fondsstructuren, om je die risico- en rendementsexposure te geven die je zoekt.'

David Mortimer: 'Er zijn niet veel institutionele beleggers die een exposure naar vastgoedfinanciering hebben. Dat is een gemiste kans. Het gaat om een diepe, volwassen markt met een omvang van circa een biljoen euro in Europa. Vastgoedfinanciering biedt diversificatie, bescherming tegen neerwaartse risico's, zekerheid dankzij het fysieke onderpand en in de huidige markt interessante voor risico gecorrigeerde rendementen die gunstig afsteken ten opzichte van aandelen.'

Wee Mien Cheung: 'Op dit moment lijkt debt interessanter dan eigen vermogen. Maar dat gezegd hebbende, moet worden vastgesteld dat verzekeraars, vanwege het kapitaalbeslag, een grotere voorkeur hebben voor infrastructuur dan voor onroerend goed. Vastgoedschulden zijn veel sterker gecorreleerd met economische neergang. Wat betreft de financiering van bedrijfsvastgoed zijn de betreffende bedrijven steeds meer aangewezen op institutioneel geld omdat de banken daar minder happig op zijn geworden. Vastgoed is een minder gereguleerde asset class dan infrastructuur, wat gepaard gaat met meer commercieel bedrijfsrisico.'

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Duncan Batty,
M&G Investments
Wee Mien Cheung,
a.s.r.

Lisa Crass,
Macquarie Asset
Management

Claus Fintzen,
Allianz Global Investors

Viktor Kozel,
UBS Asset Management

David Mortimer,
ICG Asset Management

Markus Schaen,
MN

Bert Schoen,
AXA Investment Managers
Alts



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus, waar hij het vermogensbeheer doet voor een selecte groep klanten en medeverantwoordelijk is voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Hij is daarnaast Adjunct-Hoofdredacteur van Financial Investigator, Freelance Redacteur bij Beleggers Belangen en Parttime Docent bij het Actuarieel Instituut. Hij is auteur van onder andere Beleggen met Technische Analyse. Hij studeerde Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



Duncan
Batty

Duncan Batty is Co-Hoofd Vastgoed-financiering bij M&G Investments. Hij kwam daar in 2011 en werkt al meer dan 17 jaar in de vastgoed-financieringssector. Batty draagt medeverantwoordelijkheid voor alle strategische en operationele aspecten van het bedrijf. Hij is ook auteur op het gebied van vastgoed-financiering.



Lisa
Crass

Lisa Crass leidt de fondsenwerving en klantoplossingen voor respectievelijk Private Credit-strategieën en klanten bij Macquarie Asset Management (MAM) in Continentaal Europa. Crass begon in 2018 bij MAM en werkte het grootste gedeelte van haar carrière bij Deutsche Bank's Private Placements en Structured Notes Desk in Londen en Frankfurt, waar zij illiquide vastrentende producten (corporate and asset finance) origineerde, structureerde en syndiceerde.



Claus
Fintzen

Claus Fintzen is CIO en Head of Infrastructure Debt bij AllianzGI in Londen, waar hij verantwoordelijk is voor het Infrastructure Debt Platform. Daarvoor werkte hij als Director bij MBI/Trifinium, waar hij verantwoordelijk was voor het opzetten en structureren van transacties in Duitsland en Oostenrijk. Eerder was hij werkzaam bij Citigroup. Fintzen is afgestudeerd in Bedrijfskunde aan de European Business School in Oestrich-Winkel, Duitsland.



Viktor
Kozel

Viktor Kozel is Executive Director en Portfolio Manager Infrastructure Debt bij UBS Asset Management. Vanuit Londen is hij verantwoordelijk voor deal sourcing, analyse en executie van infra debt. Voor hij in 2018 bij UBS AM begon, was hij bij Deutsche Bank verantwoordelijk voor Special Situations lending in het Europese Transportation, Infrastructure & Energy team. Eerder werkte hij voor GMR Infrastructure en AES Corporation.



David
Mortimer

David Mortimer is Co-Hoofd van Real Estate Debt en tevens Lid van het beleggingscomité van ICG, waar hij sinds 2016 werkt. Hij leidt de implementatie van de ICG Real Estate Debt-strategieën. Eerder bekleedde hij seniorposities bij Santander UK. Hij begon bij King Sturge en ging in 2005 richting vastgoed-financiering bij Bear Stearns en J.P. Morgan. Mortimer studeerde Land Economy aan de University of Cambridge.



Markus
Schaan

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



Bert
Schoen

Bert Schoen is Senior Fondsbeheerder Infrastructuurfinanciering voor AXA IM Alts. Hij heeft als infrastructuurfinancier meer dan 27 jaar ervaring met financierings-transacties in West-Europa, Centraal & Oost-Europa en het Midden-Oosten. Voordat hij in 2019 bij AXA IM Alts kwam, was hij onder meer adviseur voor duurzame energieprojecten, structureerde hij een management buy-out en investeerde hij voor een operationele asset manager voor offshore windprojecten.



Wee Mien
Cheung

Wee Mien Cheung is sinds 2017 werkzaam bij ASR Vermogensbeheer, waar hij medeverantwoordelijk is voor het vormgeven van de Alternative Fixed Income-afdeling (de sourcing en het beheer van private debt), en het opzetten van het ASR Private Debt Fonds. Hij heeft een Bachelor in Technische Informatica van de TU Delft en een Master in Informatica en Economie van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

‘Beleggers zijn gaan beseffen dat infrastructuur in staat is om langdurig stabiele kasstromen te genereren.’

Schoen: ‘Infrastructuurinvesteerdere waren tien jaar geleden vooral geïnteresseerd in langetermijnleningen tegen een vaste rentevoet. Vooral in de afgelopen vijf jaar zien wij meer interesse in leningen met een termijn van vijf tot zeven jaar en met een variabele rente. Op dit moment biedt de asset class dus nogal wat mogelijkheden voor beleggers.’

Fintzen: ‘Ik denk dat het merendeel van de infrastructuur wordt gefinancierd door de banken. Infrastructuur is zo breed, dat er ook sprake is van langlopende projectfinanciering, van 30 tot soms wel 40 jaar. Voor institutionele beleggers zijn dit aantrekkelijke leningen, want die passen goed bij hun verplichtingen. Er bestaat overigens een grijs gebied tussen infra en real estate debt.’

Crass: ‘Het feit dat de vastgoedmarkt veel meer gevestigd is en een langere geschiedenis heeft dan de infrastructuurmarkt, heeft geleid tot een meer gestructureerde financiering, denk aan RMBS, CMBS et cetera. In de vastgoedmarkt is ook sprake van een veel groter volume aan kapitaalmarktfinanciering. Verder denk ik dat de vastgoedmarkt meer afhankelijk is van de prestaties van de onderliggende assets.’

Fintzen: ‘Dat is een interessant punt. Bij infrastructuur is het vaak zo dat de belegger niet in het bezit is van de assets, terwijl dat bij vastgoed eigenlijk altijd wel het geval is.’

Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen real estate debt en hypotheek?

Mortimer: ‘Ze lijken meer op elkaar dan dat ze verschillen. Ze hebben dezelfde kenmerken en de wettelijke bescherming voor geldschieters is hetzelfde. Sommige verschillen hebben, denk ik, te maken met de aard van de onderliggende zekerheden. De grotere asset managers zullen kijken naar de grotere transacties: distributiecentra, grote kantoren, hotels, tien jaar geleden naar winkelcentra waar nu minder belangstelling voor is. Hypotheken betreffen meestal woningen. Zij worden in de vastgoedsector, vooral in Nederland, steeds meer een asset class voor institutionele beleggers.’

Schaen: ‘We investeren in direct en indirect vastgoed en ook in woninghypotheken. Tot op heden beleggen we niet in real estate debt omdat we er nog niet van overtuigd zijn dat deze asset class iets wezenlijks toevoegt aan de portefeuille. We investeren

wel in infra debt en infra equity. Dat lijkt misschien contra-intuïtief, maar is het volgens ons niet. Aan de infra equity-kant zitten we vaak in een vroeg stadium in nieuwe sectoren en technologieën, aan de debt-kant eerder in sectoren en technologieën die zich al hebben bewezen. Infra equity kent een upside die niet terug te vinden is in infra debt. Aan de aandelenkant kun je beloond worden voor het gelopen hogere risico. Aan de schuldenkant kiezen we voor een lager risico en zo een hogere bescherming.’

Wat zijn de belangrijkste overeenkomsten tussen infra en real estate debt?

Mortimer: ‘Banken en building societies zorgden vroeger voor de financiering van een aanzienlijk deel van de vastgoedmarkt. Als gevolg van de financiële crisis en regelgeving is dat deel sterk afgenomen, in het Verenigd Koninkrijk van zo’n 75% tot nu misschien 40%. Dat gat is opgevuld door private managers, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en andere bronnen van kapitaal. Ik zou graag willen weten wat het equivalent is in infra.’

Cheung: ‘Tegenwoordig zie je dat banken zich terugtrekken omdat ze niet meer in staat zijn het hele gevraagde financieringspakket aan te bieden. Daarom is er behoefte aan institutioneel geld voor leningen aan de zakelijke kant.’

Kozel: ‘Banken hebben daar ook een rol in. Die is, als gezegd, aan het veranderen omdat institutionele beleggers hun eigen teams opbouwen, waarin veel experts van banken afkomstig zijn. Dat geldt ook voor mijzelf.’

Schoen: ‘Na de crisis in 2008 waren er twee significante ontwikkelingen. Via Bazel II en III begonnen regelgevers aanzienlijk strenger op te treden tegen het verstrekken van langetermijnleningen door banken en tegelijkertijd bevorderde regelgeving voor verzekeraars, met name via Solvency II, dat verzekeraars meer infrastructuurexposure konden hebben. Ik denk dat dit de ontwikkeling van de infra-markt mogelijk heeft gemaakt. Aanvankelijk was de markt vooral gericht op verzekeraars, die langlopende vaste rentes wilden incasseren om aan hun >

‘Een van de belangrijkste voordelen van real estate debt is dat het voornamelijk gaat om een bilaterale wereld.’

langlopende verplichtingen te kunnen voldoen. Inmiddels spelen ook andere institutionele beleggers als pensioenfondsen een belangrijke rol. Als je kijkt naar de totale investeringsmarkt, is er nog ruimte om aan de private kant te groeien. Dat zal er vooral van afhangen hoe de regelgeving zich verder ontwikkelt en of het verzekeraars en pensioenfondsen verder wordt toegestaan direct te investeren in infrastructuurleningen.’

De markten zijn volwassen geworden. Zijn alle institutionele beleggers al aan boord, of is er nog ruimte over?

Mortimer: ‘De institutionele belegger investeert niet altijd, maar zou dat wel moeten doen, onder andere om diversificatieredenen. Kredietverstrekkers kunnen gebruikmaken van de stijgende rentes om echt interessante rendementen te genereren. Debt wordt relatief aantrekkelijker dan equity.’

Batty: ‘Wij zijn in 2009 in de real estate debt-markt gestapt. Dat was in het begin behoorlijk frustrerend, maar inmiddels begrijpen beleggers veel beter hoe real estate debt in hun portefeuilles kan passen. Nogal wat beleggers waarderen de eenvoud en begrijpelijkheid van vastgoedschulden. Dat neemt niet weg dat niet elke institutionele belegger ‘aan

boord’ is, wat ik overigens wel zou aanraden.’

Welke argumenten hoor je van institutionele beleggers die niet ‘aan boord’ zijn?

Batty: ‘Wij horen van beleggers dat ze uit de private markets stappen vanwege het denominator-effect. Door de marktomstandigheden zijn hun publieke portefeuilles in waarde gekrompen en daarom is ‘private’ overwogen. Als manager kun je daar niet veel aan doen. We doen ons best om onze klanten zo goed mogelijk voor te lichten en met hen samen te werken. Een van de belangrijkste voordelen van real estate debt is dat het voornamelijk gaat om een bilaterale wereld. Dat betekent dat je echt het risico-rendementsprofiel kunt creëren dat de klant zoekt.’

Fintzen: ‘Nog niet zo heel lang geleden werd niet naar infra- en vastgoedschulden gekeken als een alternatief voor andere vastrentende instrumenten. Inmiddels is sprake van een gevestigde beleggingscategorie en kunnen mensen niet meer wegstijgen. Beleggers moeten tenminste overwegen of ze erin willen investeren of niet. In die zin is er sprake van wat ik een tweede golf van investeerders noem.’

Schaen: ‘Ik denk dat het gros van de Nederlandse pensioenfondsen niet heeft geïnvesteerd in infra debt. Er zijn meer fondsen die in infra equity zitten. De beleggingscategorie infrastructuurleningen is nog niet zo lang beschikbaar voor institutionele beleggers. Pas de laatste jaren hebben verzekeringsmaatschappijen die al actief zijn op de markt, hun producten ook opengesteld voor derden.’

Crass: ‘De meeste investeerders in infra debt waren verzekeringsmaatschappijen die op zoek waren naar kapitaalefficiënte investeringen met een sterk voor risico gecorrigeerd rendement en pensioenfondsen die hun verplichtingen wilden nakomen. Maar in de nieuwe omgeving zal infra debt ook interessant zijn vanuit het oogpunt van totaalrendement.’

Cheung: ‘Wij hebben een specifieke allocatie naar infrastructuurleningen en niet naar vastgoed. We hebben wat vastgoedfinanciering in onze private debt-portefeuille, omdat er van tijd tot tijd ook interessante verzoeken zijn in de markt.’

Infrastructure versus real estate debt: welke van de twee biedt een hogere spread oftewel een hogere illiquiditeitspremie?

Fintzen: ‘Het hangt ervan af hoe de situatie op de markten is. Als er onrust in de commerciële vastgoedmarkt is, zijn de marges daar uiteraard groter dan aan de infrakant, en omgekeerd.’

Mortimer: ‘Zowel binnen infrastructuur als binnen vastgoedleningen gelden verschillende risico-opslagen. Om een voorbeeld te noemen: woonprojecten zullen goedkopere financiering aantrekken dan winkelprojecten. Industriële en logistieke projecten zijn zeer gewild bij alle soorten investeerders. Dus zelfs binnen asset classes zal de risicopremie variëren.’

‘We willen er zo goed mogelijk van verzekerd zijn dat de betreffende manager over 15, 20, 30 jaar nog actief is in infrastructuur en dat met een adequaat team.’

Infrastructuur en vastgoed werden door beleggers lang gezien als relatief veilige asset classes. Door alle geopolitieke ontwikkelingen is dat misschien niet meer zo.

Cheung: ‘Wat betreft geopolitiek risico is er natuurlijk heel veel gebeurd. Wij vinden dat het risico nog niet is ingeprijsd.’

Kozel: ‘Het politieke risico maakt altijd deel uit van de beoordeling van de projectfinanciering. Het zit ingebakken in de analyse van de investering. Natuurlijk kun je het politieke landschap niet volledig controleren.’

Cheung: ‘Ik denk dat je zaken die enorme ontwrichtingen veroorzaken nauwelijks kunt inprijzen. Dat geldt bijvoorbeeld voor grootscheepse cyberaanvallen, het saboteren van internetkabels en windmolens in de Noordzee en de aanslag op de Nord Stream pijpleidingen.’

Mortimer: ‘Geopolitieke risico’s hebben niet alleen betrekking op sabotage, cyberaanvallen en terrorisme. Er zijn ook overheidsrisico’s, juridische en binnenlandse politieke risico’s. Ik denk dat die wel ingeprijsd zijn. Zeker op de markten voor real estate debt is het bijvoorbeeld duurder om in Italië te lenen dan in Duitsland, vooral vanwege de verschillende opvattingen over het juridische en politieke regime.’

Schoen: ‘Bij de financiering van assets spelen altijd risico’s: er kan altijd iets gebeuren. Wat we ook doen, we moeten altijd rekening houden met mogelijke negatieve ontwikkelingen.’

Batty: ‘Ik denk dat geopolitiek relevant is voor kapitaalstromen. Veel real assets vereisen multiregionaal kapitaal om de markten efficiënt te laten functioneren en de geopolitiek kan dat duidelijk beïnvloeden.’

Hoe beleg je in infra en real estate debt? Rechtstreeks, of via externe managers?

Schaen: ‘Voor het beleggen in infrastructuurleningen huren we externe managers in. Maar we moeten wel de nodige kennis in huis hebben om de asset class te begrijpen. We moeten daarnaast over voldoende operationele kennis beschikken en tijd besteden aan rapportage en waardering. We hebben veel discussies met de externe

‘Ons belangrijkste doel is dat duurzaamheidsverslaglegging wordt opgenomen als standaard-clausule voor elke lening, niet alleen voor leningen die als duurzaam worden beschouwd.’

managers over de betreffende projecten: we willen onze kennis van de asset class vergroten. En we willen ook zien of en waarom bepaalde projecten binnen onze richtlijnen passen. Als je rechtstreeks wilt beleggen, heb je een gespecialiseerd team nodig en het opzetten daarvan is kostbaar. Vooral in het begin moet je veel kosten maken.’

Cheung: ‘Wij doen beide: rechtstreeks en via externe managers. Voor bepaalde specialismen in de wereldwijde infrastructuurmarkt maken we gebruik van externe managers. Intern opereren wij voornamelijk aan de impactkant, dat wil zeggen dat we via infra of real estate debt impact moeten realiseren ten behoeve van onze impactdoelen.’

Mortimer: ‘De meeste investeerders in infra en real estate debt zullen niet beschikken over de nodige schaalgrootte en een gespecialiseerd beleggingsteam. Dat betekent dat ze zijn aangewezen op externe managers met gespecialiseerde teams en ruime ervaring. Belangrijk is dat die door de cycli heen resultaten hebben laten zien, maar ook in hun back offices de zaken op orde hebben. Vastgoed is echt een markt voor specialisten.’

Batty: ‘Niet alle managers zijn goed in dezelfde dingen. Ik denk dat binnen vrijwel alle private marktstrategieën managers hun eigen specifieke niches en sterke punten hebben. Als belegger is het van wezenlijk belang om ervoor te zorgen dat je een asset manager selecteert op basis van wat hij goed doet en hoe dat integreert met wat je eigenlijk probeert te bereiken door te beleggen in een bepaalde asset class.’

Ben je deskundig genoeg om speciale managers te selecteren, of heb je daarvoor adviseurs nodig?

Schaen: ‘We denken dat we deskundig genoeg zijn. Het selectieproces is in de basis niet anders dan het selectieproces voor >

andere categorieën binnen fixed income, alleen liggen nuances deels anders. Zo besteden we voor infra debt veel tijd aan de vraag hoe belangrijk de asset class voor een manager is. Hoe stabiel is het beleggingsteam? Is het fonds winstgevend? Omdat het om langdurige transacties gaat en het arbeids- en kostenintensief is om van beheerder te veranderen, willen we er zo goed mogelijk van verzekerd zijn dat de betreffende manager over 15, 20, 30 jaar nog actief is in infrastructuur en dat met een adequaat team. De ‘pijn’ van een minder geslaagde managerkeuze is hoger dan bij een liquide categorie. Je wilt er zo nog meer dan anders van overtuigd zijn dat je de juiste selectiebeslissing hebt genomen.’

Fintzen: ‘De geselecteerde manager moet de reputatie hebben dat hij daadwerkelijk levert wat beloofd is. Het is moeilijk om jezelf of je platform in een positie te krijgen waarin je dit kunt waarmaken.’

Wat kan er gezegd worden over de implementatie van ESG in infra en real estate debt?

Crass: ‘Er zijn verschillende uitdagingen en kansen aan zowel de liquide als illiquide kant. Publieke markten zijn veel meer gestandaardiseerd dan private markets. Er zijn externe dienstverleners die vergelijkbare statistieken en beoordelingen leveren waarop je kunt vertrouwen. Bij private assets kun je als het ware onder de motor kap kijken voordat je investeert en een gedetailleerde ESG-beoordeling van de desbetreffende asset krijgt. Je kunt ook rechtstreeks contact opnemen met de lener. Met name in infrastructuur bieden assets doorgaans bepaalde milieu- en sociale voordelen. Dat betekent niet dat er geen ESG-risico’s zijn. Die moeten, ongeacht de sector, in aanmerking worden genomen.’

Kozel: ‘Als debt-belegger zijn we, hoewel we maar beperkte controle of invloed hebben, begonnen met het opvragen van ESG-gegevens voor onze fondsen. We zijn ook bezig

met het baselinen van de beschikbaarheid van de gegevens, met als doel de beschikbaarheid van ESG-gegevens in de loop van de tijd te verbeteren of proxies te maken waar gegevens niet beschikbaar zijn, met een focus op de uitstoot van broeikasgassen. De Loan Markets Association (LMA) heeft werkgroepen op het gebied van duurzame financiering. Zij ontvangen feedback van advocaten en kredietverstrekkers en proberen de documentatie rond groene leningen, sociale leningen en principes van duurzaamheidsleningen te standaardiseren. Ons belangrijkste doel is dat duurzaamheidsverslaglegging wordt opgenomen als een standaardclausule voor elke lening, niet alleen voor leningen die als duurzaam worden beschouwd.’

Batty: ‘Ik denk dat er een mooie kans is om kapitaal in te zetten voor ESG-assets. Als de huidige efficiëntie-eisen voor gebouwen – een zeer ambitieuze doelstelling in Europa en het Verenigd Koninkrijk met het oog op 2030 – daadwerkelijk worden ingevoerd, zal een groot deel van het huidige vastgoed volledig afgeschreven worden, omdat het gewoon niet zal voldoen aan de minimale classificatie-eisen. Er moet dus een enorme hoeveelheid kapitaal in worden gestoken om ervoor te zorgen dat ze wel aan die milieu-eisen voldoen.’

Mortimer: ‘Als kredietverstrekkers hebben wij geen controle over gebouwen. Maar in bilaterale contacten kunnen we invloed op onze kredietnemers uitoefenen en in onze fondsen bieden we via ons Green Loan Framework incentives voor het verbeteren van de efficiëntie van gebouwen. We hebben via datzelfde framework ook boetes ingesteld voor klanten die zich niet aan de overeengekomen ESG-normen houden.’

Cheung: ‘Als je je eigen impactdoelstellingen of die van het Parijs-akkoord wilt halen, moet je nu al weten in welke sector je wel wilt investeren en in welke niet. Bij ons moet ESG op voorhand in alles geïmplementeerd worden: je kunt niet in een lening stappen en na een jaar of twee zeggen: ‘Ik wil deze lening niet meer.’

Fintzen: ‘Wij zijn eigenaar van de lening en hebben geen rechten. Maar afhankelijk van de omvang van het kapitaal dat wij verstrekken, zijn er mogelijkheden om je met succes te kunnen inzetten voor ESG-implementatie. Over deze aspecten wordt regelmatig

‘De beste manier om impact te hebben als investeerder in real estate debt is aanpassing en renovatie van bestaande gebouwen.’

gediscussieerd met de emittenten van de schulden.’

Schoen: ‘Het gaat er niet om wat je als kredietverschaffer kunt controleren. Het gaat erom dat je als investeerder beslist in welke sector je wel of niet investeert. Wij zijn bijvoorbeeld al vrij vroeg begonnen met het uitsluiten van onder andere steenkoolproducten. We denken dat we nogal wat hefboomen hebben om invloed uit te oefenen. Als vermogensbeheerder zetten we ons in om te komen tot Net Zero, onder andere door niet te investeren in sectoren met een abominabel ESG-profiel.’

Op weg naar Net Zero: wat betekent dit voor een vermogensbeheerder in de toekomst? Omvat dit nieuwe sectoren? Hoe structureer je KPIs om een asset manager te sturen?

Fintzen: ‘Het is moeilijk om voor de weg naar Net Zero KPIs te definiëren. Als je gewoon zegt dat de CO₂-uitstoot van de portefeuille elk jaar moet verminderen, kan dat door ons niet gefinancierd worden en dat is verkeerd. We zouden dus eigenlijk gestimuleerd moeten worden om de energietransitie te financieren.’

Cheung: ‘Je kunt bedrijven stimuleren om over te gaan naar groen. Dat wil de markt ook. Natuurlijk is er een overgangperiode.’

Schoen: ‘Wij maken ons zorgen over het feit dat we mogelijk bedrijfsmiddelen financieren met de belofte om de onderneming groener te maken, terwijl later zal blijken dat er geen enkele vooruitgang is geboekt. Wij willen dan ook dat in de financieringsdocumentatie is vastgelegd wat voor specifieke maatregelen genomen worden gedurende de looptijd van de lening.’

Mortimer: ‘De beste manier om impact te hebben als investeerder in real estate debt is door middel van aanpassing en renovatie van bestaande gebouwen. Ik denk dat de meeste managers zich hierop richten, omdat ze anders achteropraken en het risico lopen met stranded assets te blijven zitten die moeilijk te verkopen en te herfinancieren zijn. Ik denk ook dat hierdoor metertijd de risicopositie van je lening verbetert.’

Kozel: ‘Voor infrastructuur ontwikkelt het LGCC richtsnoeren voor het vaststellen

van Net Zero-doelstellingen, met aanvullende richtlijnen die later in 2023 worden verwacht. Een extra moeilijkheid is echter dat elke sector een ander Net Zero-traject heeft en de toegang tot deze informatie een uitdaging vormt. We beginnen de beschikbaarheid van gegevens te baseren en de broeikasgasemissies van de debt-portefeuille samen te stellen waar dat relevant is, met een proxy als er geen gegevens beschikbaar zijn. Op dit moment is het bepalen van Net Zero-doelstellingen voor debt een grotere uitdaging dan voor aandelen, vanwege de beperkte controle en invloed die wij hebben.’

Worden hernieuwbare energiebronnen, de energietransitie, of CO₂-neutrale bouwtransacties een asset class op zich?

Schoen: ‘De vraag gaat denk ik over SFDR 8 en 9. Veel vermogensbeheerders worstelen ermee wat precies kan worden geclassificeerd als SFDR 9. De begeleiding van de regelgevers hierover is onduidelijk. Wat we momenteel zien in de markt, is dat alleen zeer specifieke subsectoren zich identificeren als SFDR 9. Wij denken dat over enkele jaren de richtlijnen zullen worden verduidelijkt en dat dan het merendeel van de infra-beleggingen SFDR 9 zal zijn, omdat infrabeleggers SFDR 9-conform willen zijn.’

Mortimer: ‘In Europa lopen toonaangevende beleggers al voorop met CO₂-neutrale gebouwen, dus is het onwaarschijnlijk dat er op die manier een sub-asset class zal ontstaan.’

Schaen: ‘Wij hebben een rendementsdoelstelling voor onze infra debt-portefeuille. In die portefeuille zit een aantal transacties met een hoger rendement dan onze rendementsdoelstelling. Dat betekent dus dat er ruimte is – in overeenstemming met de wensen van veel van onze klanten – om sommige renewable-transacties met een lagere kredietvergoeding te doen, want dan halen we nog steeds onze rendementsdoelstelling.’

Fintzen: ‘Ik denk dat we bepaalde gerichte strategieën zullen zien van beleggers, die >

‘Een van de belangrijkste voordelen van real estate debt is dat het voornamelijk gaat om een bilaterale wereld. Dat betekent dat je echt het risicorendementsprofiel kunt creëren dat de klant zoekt.’

specifieke beleggingsgebieden selecteren zoals waterstof of opslag. Je ziet nu al dat sommige beleggers zeggen: ik wil specifieke fondsen die zich daar en daarop richten.'

Kozel: 'Op dit moment zit er weinig relatieve waarde in renewables. Het is nog steeds vrij riskant te investeren in zaken als energieopslag, waterstof en EV-laders. Er zijn zeker enorme kansen op het gebied van renewables, maar nog steeds niet binnen het bereik van de debt providers.'

Toen de spreads op (liquide) obligaties in 2022 omhooggingen, bewogen de spreads op infra debt aanvankelijk niet echt. Hebben die spreads de spreads op (liquide) obligaties nu ingehaald?

Schoen: 'Begin dit jaar hebben we een bescheiden verkrapping van de spreads op infra debt in de publieke markten gezien. Doordat de spreads in de private markten in de afgelopen maanden verbeterd zijn, vinden wij dat de illiquiditeitspremie zich op een aantrekkelijk niveau bevindt. We denken dat de markt momenteel goed geprijsd is.'

Crass: 'Ik ben het ermee eens. Maar om dit in perspectief te plaatsen: liquide spreads op de secundaire markt vergelijken met illiquide spreads op de primaire markt, is appels met peren vergelijken. Het is de vraag of de spreads beschikbaar zijn als je in grote volumes wilt handelen.'

Wat zijn de huidige investeringsvoorwaarden voor real estate (en infra) debt?

Batty: 'De markt voor real estate debt ziet er heel goed uit. Op dit moment zijn fantastische rendementen te behalen tegen aantrekkelijke risico's. Door de stijgende rente is het nu wel moeilijk om aan de eisen van de rentedekkingsratio te voldoen en bestaande niet-achtergestelde leningen te herfinancieren op een euro-voor-euro basis. Dat betekent dat de senior debt-niveaus dalen, wat een zekere funding void creëert voor kredietnemers die bestaande posities moeten herfinancieren. Ze moeten dus ofwel hun eigen vermogen ofwel een vorm van mezzanine achtergesteld kapitaal inbrengen om dat gat te overbruggen. Vanuit beleggingsperspectief betekent dit volgens mij dat senior debt-providers leningen kunnen verstrekken tegen een lager risico en nog steeds vergelijkbare

'Wij denken dat de richtlijnen over enkele jaren zullen worden verduidelijkt en dat dán het merendeel van de infra-beleggingen SFDR 9 zal zijn.'

spreads kunnen krijgen. En mezzanine investeerders kunnen kapitaal inzetten om het financieringsgat te vullen.'

Schaen: 'Wij zijn niet in de asset class gestapt omdat we dachten dat de spreads of rendementen in liquide assets te laag waren en illiquide beleggingen daarom nodig zijn om aan de rendementsdoelstelling te voldoen. We zien infra debt als een diversificatiemiddel. De illiquiditeitspremie is aanwezig en recentelijk zijn de spreads ook omhooggegaan. Voor ons blijft het een aantrekkelijke beleggingscategorie.'

Hoe verhouden de beleggingskansen van infra en real estate debt zich tot die van infrastructuur-aandelen in het nieuwe klimaat van spreads en rente?

Crass: 'Gezien de recente verbreding van de kredietspreads en de stijging van de basisrente is het duidelijk dat het verschil tussen de rendementen op debt en equity in zowel infrastructuur als vastgoed de afgelopen tijd kleiner is geworden. De redenen om in zowel aandelen als leningen te beleggen blijven echter overeind, omdat het fundamentele verschil in risicorendementsprofiel kan bijdragen aan verschillende doelstellingen in je kapitaalallocatie: kortom, debt-beleggingen die een stabiel constant rendement alsmede kenmerken van liability matching bieden, én aandelen-beleggingen die de mogelijkheid tot groei geven.'

Cheung: 'We hebben een decennium achter ons waarin beleggers op zoek gingen naar rendement (search for yield) en naar liquiditeit (search for liquidity). Nu is er sprake van een verschuiving van aandelen naar debt in termen van rendement. Het is momenteel een goed moment om weer in debt te beleggen.' ■

IN HET KORT

Infra debt presteert over het algemeen beter dan beursgenoteerde aandelen en obligaties.

Vastgoedfinanciering biedt diversificatie, bescherming tegen neerwaartse risico's en in de huidige markt interessante voor risico gecorrigeerde rendementen.

Infra debt is een van de asset classes waarin impact gecreëerd kan worden.

Er moet een enorme hoeveelheid kapitaal worden ingezet om ervoor te zorgen dat het huidige vastgoed gaat voldoen aan de minimale classificatie-eisen op klimaat- en milieugebied.

Het verschil tussen de rendementen op debt en aandelen in zowel infrastructuur als vastgoed is de afgelopen tijd kleiner geworden.

Er viel én valt wat te kiezen

Ondanks de associatie met het platteland heeft de BBB ook in de steden grote winsten geboekt. Uit onvrede over de landelijke politiek, het stikstofdossier en het overige klimaatbeleid.

Wat de impact zal zijn van de sterke vertegenwoordiging van de BBB in provincies en in de Eerste Kamer, laat zich nu nog lastig voorspellen. Maar dat er nog steeds wat te kiezen valt – én dat die keuzes broodnodig zijn voor de stad en voor heel Nederland – staat als een paal boven water. Keuzes met implicaties die verder reiken dan één regeer- of bestuursperiode. Zoals over nieuwe woonwijken, over nieuwe winkelen werklocaties, maar bijvoorbeeld ook over de infrastructuur voor verkeer, energie en water. Langetermijnkeuzes dus. De gebouwde omgeving én de voorzieningen waarin nu wordt geïnvesteerd, gaan immers al snel vijftig tot honderd jaar mee. En ze zijn voorwaardenscheppend – of zelfs bepalend – voor de kwaliteit van de leefomgeving in de nabije en verre toekomst. Het moment van de ongekende overwinning van de BBB valt samen met de noodzaak tot het maken van ongekende keuzes. Politiek, bestuurlijk, maatschappelijk en financieel. Door de overheid en door de markt. De inrichting van onze leefomgeving en de toekomst van onze steden verlangen een andere aanpak, gebaseerd op een duidelijke visie op het hoe en op de beste samenwerkingspartners voor de opgaven.



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Het Planbureau voor de Leefomgeving presenteerde ten tijde van de Provinciale Statenverkiezingen een ruimtelijke verkenning van de inrichting van Nederland in 2050. Een studie die handvatten biedt voor de meest prangende vraagstukken van

onze tijd. Door terug te redeneren vanuit de toekomst, zijn er vier scenario's ontwikkeld die beleidsmakers helpen bij het maken van keuzes voor een leefbare en gezamenlijke toekomst. Scenario's met grote bedrijven in de lead, of juist gebaseerd op kleinschalige en lokaal verankerde burgerinitiatieven. Scenario's met veel meer ruimte voor natuur, of waarin juist digitalisering centraal staat.

Deze verkenning kan een sterk vertrekpunt zijn voor de grote ruimtelijke opgaven waar we als land voor staan. Het biedt inzichten aan bestuurders en beleidsmakers om de noodzakelijke veranderingen krachtig op gang te brengen en om te versnellen op aspecten die dat juist nu nodig hebben. Ze helpen bij het ontwikkelen van een gemeenschappelijk, herkenbaar en positief toekomstbeeld. Vanuit overeenkomsten in plaats van verschillen. Vanuit wat bindt in plaats van wat scheidt.

Er liggen prachtige kansen. Voor boeren. Voor stedelingen. En voor alles en iedereen daaromheen. Kansen die zich aandienen door verandering. In de manier waarop we reizen, voedsel produceren, bouwen en energie opwekken. Maar ook in de manier waarop we omgaan met water en de beperkte ruimte waarover we beschikken. Kansen vanuit belangen in balans, tussen natuur, landbouw en stedelijke ontwikkeling.

Waar we nu dus het meest aan hebben, is de onderlinge kritiek omzetten in gedragen en uitvoerbaar beleid, waarin toekomstbestendige leefomgevingen voor iedereen leidend zijn. Bedachtzaam en gericht op serieuze samenwerking. Want dat we het nu oneens zijn met elkaar, wil niet zeggen dat we dat ook moeten blijven. Maar dan zullen we daar wél voor moeten kiezen. ■



Three popular investment themes in private markets

Three investment themes in private markets should offer investors compelling opportunities this year: private credit, co-investments and GP-led secondaries, and infrastructure throughout the capital structure.

By Emmanuel Deblanc

Ten years of abysmally low real and nominal interest rates combined with the ‘fear of missing out’ led investors to push up valuations in public markets and to embrace the illiquidity premium offered in some private markets. 2022 has been a pivotal year with rising costs hurting businesses globally, and with central banks’ attempts to control inflation raising the spectre of a global recession. Deployment in private markets has slowed down and we have reached a crossroads: it takes (more) time to agree on value in this new context.

However, private markets have developed into a global, highly diversified and heterogeneous universe where – we believe – some sub-sectors offer investors relative and absolute value in a complex macro-economic backdrop. Terms are being reset, but at an inconsistent pace. We set out below our favourite themes. In exploring these themes, it is worth remembering that there is no single ‘private market’. There are just private variants on public asset classes or asset classes traditionally only funded by banks:

- Private equity, where control of companies and the ability of investors to directly effect change in them to create value can

outweigh the benefits of the greater liquidity and diversification in public equities.

- Private fixed income assets (bonds and notes) that aren’t publicly listed or traded but remain more ‘bond-like’ than ‘loan-like’.
- Bank assets, that is assets that are rarely seen in public markets, but which can be acquired from banks or sourced by disintermediating banks or both.

Theme 1: Private credit with three areas of focus

European mid-cap lending

We see banks seeking solutions to reduce their balance sheets whilst seeking to retain fee generating businesses linked to bank credit. However, some institutions may struggle to simultaneously reduce balance sheets while keeping these related fee-generating businesses.

Trade finance

Trade finance is a short-term semi-liquid asset class with limited credit and rate risk which can be used as a tool to maintain portfolio returns while waiting for longer dated credit markets to reset. This is also a sector in which the supply-demand balance may favour investors, given banks are

‘We expect GPs to stretch their investment periods through co-investments and thus to become more reliant on large and trusted partners to deliver on transactions.’

‘We see banks seeking solutions to reduce their balance sheets whilst seeking to retain fee generating businesses linked to bank credit.’

major funders of this sector and this is an asset class where banks may wish to maintain origination for both relationship reasons and the long-term attractiveness of the asset class for them, while easing short term balance sheet pressure.

Infrastructure debt

Infrastructure debt is an area of focus that will be discussed hereafter together with infrastructure equity.

Theme 2: Co-investments and (GP-led) secondaries

We see a tougher market for fundraising and portfolio adjustments by investors rather than a market meltdown with massive dislocations. Hence, we expect GPs to stretch their investment periods through co-investments and thus to become more reliant on large and trusted partners to deliver on transactions,

rather than rely solely on the broad distribution possible in softer markets. Those same partners will be called upon for GP-led secondaries and continuation funds, which should offer our investors appealing entry points.

Theme 3: Infrastructure, both equity and credit

The huge capital needs in the energy sector, both for energy transition and security, may have been observed over several decades. Post Second World War, we have struggled to come up with a comparable context with such near term and large capital expenditure requirements.

Infrastructure assets often have features and contractual protections which allow to navigate periods of high inflation. A number of transactions offering some

diversification from a corporate world could also come under pressure as a result of inflation compressing margins and a low growth backdrop.

Infrastructure credit in Asia has the potential to continue to offer value, in our opinion. The region continues to grow and build renewables, the market is complex and is thus prone to tailor-made credit solutions, and the reshuffling of supply chains has generated opportunities across South-East Asia.

The infrastructure sector has kept on providing waves of opportunities, but it is the sheer scale of this latest wave which makes it unique. ■



Emmanuel Deblanc

Head of Private Markets, Allianz Global Investors

Disclaimer

Diversification does not guarantee a profit or protect against losses. Investing involves risk. The value of an investment and the income from it will fluctuate and investors may not get back the principal invested. Past performance is not indicative of future performance. This is a marketing communication. It is for informational purposes only. This document does not constitute investment advice or a recommendation to buy, sell or hold any security and shall not be deemed an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security. The views and opinions expressed herein, which are subject to change without notice, are those of the issuer or its affiliated companies at the time of publication. Certain data used are derived from various sources believed to be reliable, but the accuracy or completeness of the data is not guaranteed, and no liability is assumed for any direct or consequential losses arising from their use. The duplication, publication, extraction or transmission of the contents, irrespective of the form, is not permitted. This material has not been reviewed by any regulatory authorities. In mainland China, it is for Qualified Domestic Institutional Investors scheme pursuant to applicable rules and regulations and is for information purpose only. This document is being distributed by the following Allianz Global Investors companies: Allianz Global Investors GmbH, an investment company in Germany, authorized by the German Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). 2700837

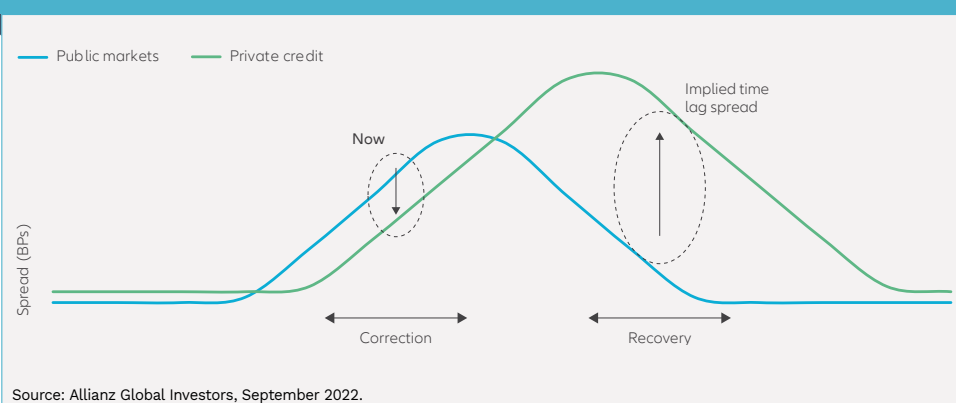
SUMMARY

Private markets have had a stellar decade of growth.

The dislocation seen in public markets in 2022 and the capital demand in the energy sector should bring investors another window to enter some segments of private markets on attractive terms.

Experience and understanding of these markets will matter more than ever, while uncertainty remains elevated.

FIGURE 1: PRIVATE CREDIT VERSUS PUBLIC MARKETS SPREAD TIME LAG





SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

26 JANUARI 2024

WWW.SCHAATSVOORKIKA.NL

Fall-out van falende financials

Anderhalf decennium na de Great Financial Crisis zijn verhalen over een bankencrisis weer niet van de lucht. Die onrust kan verstrekkende politieke gevolgen hebben. Te beginnen in Amerika, waar de eerste banken als dominostenen omvielen.

Democraten en Republikeinen reageerden voorspelbaar. Conservatieven schoven de schuld in Democratische schoenen met argumenten in twee smaken. Republikeinen op de rechterflank beweerden dat SVB en andere banken te veel bezig waren met ESG en daardoor hun kerntaken uit het oog verloren. De tweede groep gooide het over de inflatieboeg: Bidens stimuleringspakketten zouden de inflatie zo hoog hebben opgedreven, dat rentes hard omhoog moeten om stijgende prijzen te beteugelen, met bankproblemen tot gevolg.

De Democraten probeerden de indruk te vermijden dat ze met de garanties voor banktegoeden vooral hun rijke techvriendjes en donateurs hielpen. Ze wezen erop dat onder president Donald Trump de eisen aan en het toezicht op kleinere banken aanzienlijk versoepeld werden, waardoor het uit de hand kon lopen.

Ook al hebben Democraten gelijk dat Trump de regels versoepelde, de onrust zal hen toch meer pijn doen. Zij zitten nu eenmaal achter het stuur en het inflatieargument zal Amerikanen die worstelen met de sterk gestegen prijzen aanspreken. Bovendien zijn in de ogen van het grote publiek vooral tech-bedrijven en -investeerdere uit de wind gehouden. Zij worden veelal geplaatst in het kamp van Democraten.

De reactie dat de woke-cultuur ten grondslag ligt aan de financiële onrust onderschrijft dat Amerika steeds meer verwikkeld raakt in een cultuuroorlog. Sociaal-culturele issues zorgen voor hoogoplopende spanningen en leiden de aandacht af van zaken die er vanuit economisch oogpunt veel meer toe doen. Een goede kanshebber voor de Republikeinse

presidentiële nominatie, gouverneur van Florida Ron DeSantis, speelt voortdurend die culturele kaarten en is een kei in het aankaarten van issues die de Republikeinse achterban verenigen en Democraten ongenadig op de kast jagen.

De crisis van 2008/2009 en de nasleep daarvan creëerden een vruchtbare voedingsbodem voor populistische bewegingen. Het was de tijd van de Tea Party, Bernie Sanders en Occupy Wall Street. Volgend jaar november zijn er weer verkiezingen. Bij uitdijende problemen in de financiële sector stijgt de kans op een recessie. Deze kan wellicht wat uitgesteld worden als de Fed de voet van de rem haalt om de pijn te verlichten, maar dan zal de recessie ergens in 2024 plaatsvinden. Met de Democraten de baas in het Witte Huis en in de Senaat zullen kiezers de Democraten afstraffen voor tegenwind.

Dat na 2008 wederom een Amerikaanse bankencrisis de wereldeconomie de afgrond in kan meesleuren, geeft landen als China opnieuw de kans om het democratisch-kapitalistische model af te schilderen als achterhaald en gevaarlijk.

Verder kan een bankencrisis via twee routes steun voor Oekraïne ondermijnen. De eerste is simpelweg dat Westerse politici nu meer tijd, energie en politiek kapitaal moeten steken in het managen van de problemen in eigen land en dus minder oog hebben voor Oekraïne. Ten tweede zal onder Westerse kiezers de steun voor Oekraïne afnemen als het economische tij keert. Bij meniggen zal de gedachte opborrelen: 'Help eerst je eigen kiezers voordat je meer geld en wapens naar Kiev stuurt.'

Mocht de marktonrust uitmonden in een tragere economische groei, dan raakt dat ook China. Ondanks dat het land zich steeds meer richt op de binnenlandse consumptie als groeimotor, blijft de export van levensbelang. Bij economische tegenslagen kan de onrust onder de bevolking toenemen. Dat zal Xi niet pikken, met in zijn achterhoofd de lockdownprotesten. Hij zal de autoritaire teugels dan verder aanhalen. ■



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

Ontwikkelingen en uitdagingen in de hypotheekmarkt

Hypotheekverstrekkers hebben jarenlang kunnen genieten van een stevige wind mee in de vorm van dalende rentes. De plotselinge en significante rentestijging van het laatste jaar levert verschillende uitdagingen op.

Door *Julien Laatst*

Productievolumes lopen terug

In de laatste jaren groeide zowel het aantal hypotheeklen dat werd aangevraagd als de gemiddelde hypotheeksom. Zo nam in de periode 2018 tot en met 2021 het totale volume aan hypotheekaanvragen via het intermediaire kanaal met gemiddeld 16% per jaar¹ toe. In 2022 kwam hier vanwege de rentestijging een eind aan. Het volume aan hypotheekaanvragen daalde toen met circa 20% ten opzichte van 2021. Deze daling wordt voor ongeveer de helft verklaard door de lagere volumes aan oversluiters, oftewel klanten die gedurende de looptijd overstappen naar een nieuwe geldverstrekker.

‘Daar waar forward flow beleggers over het algemeen rekening moeten houden met een tragere opbouw van de portefeuille, geldt dat niet voor het NHG-segment.’



Door de gestegen rente is het voor veel huizenbezitters niet meer interessant om hun hypotheek over te sluiten. Van 2018 tot en met 2021 waren oversluiters goed voor ongeveer een kwart van de totale hypotheekproductie. Aan het eind van 2022 was dit teruggelopen tot minder dan 10%. Als gevolg van de teruggelopen productievolumes is de concurrentie op de hypotheekmarkt toegenomen. Er is namelijk nog veel ongebruikte funding.

Het duurt langer om een hypotheekportefeuille op te bouwen

Oversluiters vormen voor beleggers in hypotheeklen een interessant segment, omdat er tussen het moment van de aanvraag en het ‘aan het werk zetten’ van de funding weinig tijd zit. Er vindt immers geen woningtransactie plaats, waardoor er minder afhankelijkheden zijn. Daarnaast is er geen sprake van een bouwdepot, tenzij de hypotheek naast het oversluiten ook wordt opgehoogd. Enkele verstrekkers

hebben zich daarom extra op deze doelgroep gericht door een product aan te bieden met een uitgekleed proces. Bij andere doelgroepen, zoals starters en doorstromers, wordt vaker gebruikgemaakt van een bouwdepot. Daardoor duurt het langer voordat de beschikbaar gestelde gelden inkomen genereren. Als een hypotheekaanvraag voor een nieuwbouwwoning wordt gedaan, duurt dit nóg langer. Wij verwachten dat hypotheekverstrekkers zich zullen aanpassen aan de nieuwe realiteit, waarin oversluiters – zolang hypotheektarieven niet significant dalen – nog geruime tijd nauwelijks een relevante niche zullen zijn.

Toekomstige productontwikkeling zal vooral gericht zijn op starters en doorstromers. Beleggers in hypotheeklen middels een forward flow-constructie zullen rekening moeten houden met een tragere opbouw van de portefeuille. Daarnaast zal de portefeuille, zeker aan het begin van de opbouwphase, voor

een groter deel bestaan uit relatief kortlopende overbruggingskredieten vanwege het grotere aandeel aan doorstromers.

Klanten kiezen minder vaak voor lange rentevastperiodes

Als gevolg van de rentestijging kiezen klanten er vaker voor om de rente korter vast te zetten. In 2018 bedroeg het volume aan 20 en 30 jaar rentevast 55% van het totale volume aan hypotheekaanvragen. De piek werd in oktober 2021 bereikt, toen deze twee rentevastperiodes meer dan driekwart van het totale volume dekten. Aan het eind van 2022 was dat minder dan een kwart.

Hypotheekaanvragers verwachten mogelijk dat de hypotheekrentes niet langdurig op de huidige, relatief hoge niveaus zullen blijven. Daarnaast kan men over het algemeen meer lenen bij een kortere rentevastperiode omdat de rente daarbij veelal lager is. De betaalbaarheid ligt onder druk doordat huizenprijzen nog relatief weinig gedaald zijn, terwijl de rente significant is gestegen. Deze combinatie leidt ertoe dat hypotheekaanvragers eerder geneigd zijn te kiezen voor een relatief korte rentevastperiode.

Hypotheeken met een lange rentevastperiode hebben een hogere duration en sluiten daarmee goed aan bij de behoeften van institutionele beleggers, in het bijzonder van pensioenfondsen. Daarnaast bieden langere rentevastperiodes doorgaans een hogere spread. We zien dat de concurrentie voor de hypotheekproductie op 20 en 30 jaar rentevast toeneemt vanwege de

verschuiving in de markt naar 10 jaar rentevast, terwijl beleggers nog steeds de voorkeur hebben voor lange rentevastperiodes. Mede als gevolg daarvan is het verschil in de hypotheekrentes tussen 10 en 30 jaar gekrompen. Aan het einde van 2021 was dit verschil bij de meeste verstrekkers nog 50 tot 70 basispunten. Nu is dat gedaald naar 20 tot 30 basispunten.

De markt bestaat voor een groter deel uit NHG-hypotheeken

Terwijl de markt als geheel is gekrompen, zijn de volumes van hypotheeken met Nationale Hypotheek Garantie (NHG) stabiel gebleven. Het absolute volume van hypotheekaanvragen met NHG was in 2022 slechts 1% lager dan in 2021. Dit kan deels worden verklaard door lagere transactiepreizen, waardoor meer hypotheeken in aanmerking kwamen voor NHG.

In de tweede helft van 2022 daalden transactiepreizen met ruim 10%². Daarnaast werd de NHG-kostengrens per 1 januari 2023 verhoogd van 355.000 euro naar 405.000 euro³. Als gevolg hiervan groeide het aandeel NHG-hypotheeken tot meer dan een derde van het totale volume. In 2021 en 2022 was dit nog minder dan een vijfde. Kortom, daar waar forward flow beleggers over het algemeen rekening moeten houden met een tragere opbouw van de portefeuille, geldt dat niet voor het NHG-segment.

Hypotheeken zonder NHG en met een relatief hoge loan to value bieden doorgaans een aantrekkelijkere spread dan hypotheeken met NHG, óók wanneer

wordt gecorrigeerd voor hogere verliezen. Deze verschuiving van de markt richting NHG vormt met name een uitdaging voor pensioenfondsen, die doorgaans vooral (blijven) beleggen in hypotheeken zonder NHG, vanwege de spread pick-up. Voor banken is de lagere spread op NHG-hypotheeken een minder groot probleem, vanwege het lagere kapitaalbeslag op hypotheeken met NHG.

Er wordt vaker gebruikgemaakt van de meeneemregeling

Door de gestegen rente is het voor veel doorstromers aantrekkelijk om hun hypotheek 'mee te nemen'. Bij een meeneemregeling kunnen de bestaande rentevooraarden en openstaande schuld worden meegenomen naar de nieuwe woning. Vóór 2022 werd er vrijwel geen gebruikgemaakt van meeneemregelingen. Dat gebeurde toen in minder dan 1% van de gevallen. Lange tijd kon men immers een nieuwe hypotheek afsluiten met een lagere rente.

Aan het eind van 2022 nam echter meer dan de helft van de doorstromers hun hypotheek mee. Daardoor is het voor partijen moeilijker om de hoeveelheid hypotheeken op de balans te laten groeien. Beleggers die nog naar hun doelportefeuilles moeten groeien, zullen in de huidige markt dan ook rekening moeten houden met langere opbouwperiodes. Tegelijkertijd zal de uitstroom uit de portefeuille lager zijn dan in voorgaande jaren. ■

1 Bron: HDN
2 Bron: NVM
3 Bron: Rijksoverheid



Julien Laatst

Associate Director
Rabo Fund Management
Vista Hypotheken | Rabobank

IN HET KORT

De productievolumes in de hypotheekmarkt lopen terug.

De afname in volume is met name zichtbaar in het oversluitsegment. Daardoor duurt het langer om een hypotheekportefeuille op te bouwen

Verstrekkers zullen zich meer gaan richten op starters en doorstromers.

Lange rentevastperiodes zijn minder populair geworden.

NHG maakt een groter deel uit van de hypotheekmarkt.

Meeneemregelingen worden vaker gebruikt.

Vastgoed bij uitstek geschikt voor impactbeleggen

Elke samenleving heeft belang bij een duurzaam gebouwde omgeving waar iedereen een betaalbare en passende woning kan vinden. Impact investing in vastgoed kan de tekorten verminderen en grote maatschappelijke winst bewerkstelligen.

Door Maya Savelkoul

Ouderen die hun gemeente moeten verlaten omdat er te weinig geschikte zorgwoningen zijn. Wijken die verder achteruitgaan omdat de enige aanwezige supermarkt of bibliotheek sluit. Werknemers met modale inkomens of statushouders die eenvoudigweg niet aan een woning kunnen komen. De voorbeelden zijn illustratief voor de problemen waar de maatschappij op dit moment mee kampt.

Met impactbeleggen in vastgoed kunnen de hiaten worden gedicht die investeerders en corporaties nu laten vallen. Deze vorm van beleggen gaat verder dan uitsluiting of insluiting, duurzaam beleggen of engagement, maar minder ver dan filantropie. Bij impact investing staat het doel om iets positiefs toe te voegen aan de maatschappij voorop en is het te behalen rendement weliswaar belangrijk, maar niet leidend. Of zoals het Global Impact Investing Network (GIIN) het zegt: impactinvesteringen hebben de intentie om positieve en meet-

bare sociale en ecologische doelen te bereiken, zij aan zij met een zeker financieel rendement.

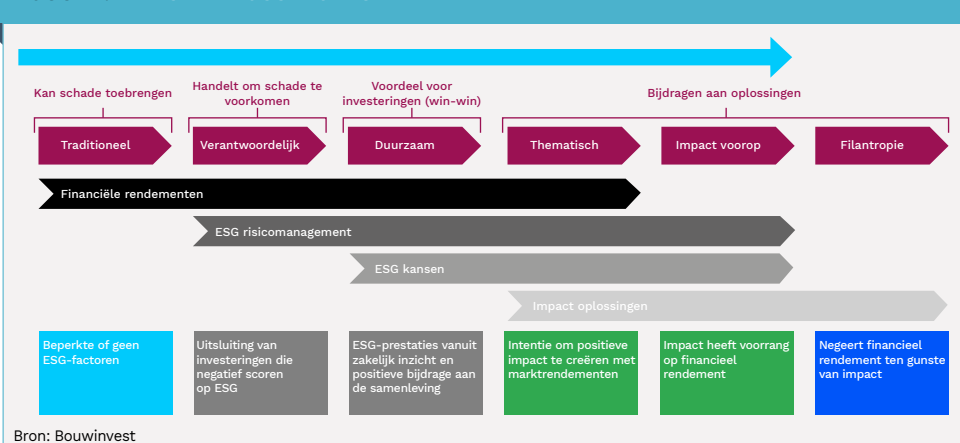
Institutionele beleggers worden zich in toenemende mate bewust van de grote maatschappelijke bijdrage die zij via hun investeringen kunnen leveren. Volgens GIIN is de omvang van impactbeleggingen wereldwijd inmiddels boven de \$ 1.100 miljard uitgekomen. Tien jaar geleden was dit bedrag nog verwaarloosbaar. De verwachting is dat pensioenfondsen en andere institutionele beleggers op termijn ruim 1% van hun vermogen aan impactbeleggen toekennen. Uit onderzoek van VBDO blijkt dat er helaas nog onvoldoende mogelijkheden zijn om in alle vermogensklassen investeringen met impact te kunnen doen.

Aantoonbare en meetbare 'S'

Vooraf in vastgoed kunnen met impact investing dankbare resultaten worden behaald. Zo is de Nederlandse vastgoedmarkt flink uit evenwicht, zowel in de zin dat grote groepen geen passende huisvesting kunnen vinden als dat bepaalde wijken of regio's onder de radar blijven. Vastgoedbeleggers zetten op dit moment weliswaar al grote stappen, maar ze concentreren zich daarbij begrijpelijk op de 'E' binnen ESG, aangezien deze factor de laatste jaren goed aantoonbaar is geworden. Aantoonbaarheid en dus meetbare invulling geven aan de 'S' is soms lastiger. Maar juist met vastgoed is dat goed mogelijk.

Zo is in Nederland een groot tekort aan middenhuurwoningen in het lagere segment (net boven de sociale huurgrens), voor mensen met een modaal inkomen. Als verpleegsters, leraren en ouderen al een

FIGUUR 1: INVESTERINGSSPECTRUM



‘Hoe maak je hard dat je daadwerkelijk impact hebt?’

woning kunnen vinden, is het maar de vraag of deze past bij hun behoeften, zoals de wens om op een redelijke afstand van werk of bepaalde voorzieningen te wonen. Waar de traditionele belegger in middenhuurwoningen met moeite woningen met € 950 tot € 1.100 huur financieel rond kan krijgen, kan de impactbelegger zich op het lagere middensegment richten, op huren van € 800 tot € 950.

Terwijl de traditionele belegger zich veelal richt op het type huurder dat het minste risico oplevert, stelt de impactbelegger zich een andere vraag: welke huurder heeft de woning het meeste nodig en past de woning bij de omvang van het huishouden en inkomen? Naast het toevoegen van betaalbare, gezonde en duurzame woningen kan de impactbelegger zich additioneel ook toeleggen op sociale activiteiten, voorzieningen en diensten die aansluiten bij de huurders of de lokale wijk. Voorbeelden hiervan zijn een ruimte voor huiswerkbegeleiding of activiteiten voor ouderen.

Deelnemers eisen maatschappelijke inzet

Het risico op leegstand van middenhuurwoningen is laag. Daar kunnen, vooral in het lagere segment, met extra doelstellingen op sociaal en duurzaamheidsgebied, op korte tot middellange termijn lagere rendementsdoelstellingen bij horen. Daar staat tegenover dat het mes voor investeerders als pensioenfondsen en verzekeraars aan twee kanten snijdt. Hun deelnemers en polishouders eisen namelijk in toenemende mate dat de door hen ingelegde gelden maatschappelijk worden ingezet. Daarnaast zijn het voor een deel de deelnemers en polishouders zelf die profiteren van betaalbare woningen en seniorenhuisvesting.

Het zijn sociale impactinvesteringen in vastgoed die de impactbelegger in vastgoed in staat stellen om gebieden te betreden waar het nu aan initiatieven ontbreekt. Zo kan de impactbelegger actief kijken naar investeringen in wijken die anders buiten beeld blijven, zoals in Amsterdam-West, Utrecht Overvecht of Rotterdam-Zuid. Waar de leefbaarheid in bepaalde wijken nu soms achteruitgaat, kan het toevoegen

van bepaald vastgoed juist een katalysator vormen voor verbetering. En als deze beleggingen inderdaad als een katalysator werken, kan dit op de lange termijn uitmonden in een hoger indirect rendement dan verwacht.

Samenwerking met gelijkgestemde partijen is daarbij noodzakelijk. Dat gebeurt in het buitenland ook. Zo heeft een investeerder in Dublin woningen gerealiseerd die voor 95% van de marktconforme prijs aan de gemeente worden verhuurd. De gemeente verhuurt deze woningen vervolgens met korting aan kwetsbare groepen of aan mensen met een laag inkomen. De gemeente neemt dit laatste verschil voor zijn rekening, terwijl de investeerder genoeg neemt met een iets lager maar stabiel rendement met weinig risico. Voor de Nederlandse markt liggen transacties voor de hand waarbij gemeenten met een korting grondprijzen aan projectontwikkelaars verkopen, die vervolgens woningen bouwen voor mensen die nu buiten de boot vallen.

Al met al biedt impact investing grote kansen. Tegelijkertijd is de meetbaarheid voor de achterban essentieel. Hoe maak je hard dat je daadwerkelijk impact hebt? Zoals uit een recente herschikking van de Autoriteit Financiële Markten blijkt, komen op basis van de SFDR alleen fondsen die duurzame doelen nastreven in beginsel in aanmerking voor de kwalificatie ‘artikel 9’. Fondsen die zich beperken tot het ‘promoten’ van duurzaamheid vallen in de lagere categorie ‘artikel 8’.

Hoewel de SFDR helpt voor ‘groene’ impact, moeten met betrekking tot standaardisering van sociale impact nog stappen worden gezet. Daarom ontwikkelen sommige investeerders zelf een social impact framework. Simpel gesteld gaat het daarbij om het kwantificeren van initiatieven waar het voordien aan ontbrak, zoals: hoeveel huuren zorgwoningen in het laag- en middensegment zijn over een zekere periode toegevoegd en aan hoeveel huishoudens is een passende (zorg)woning toegewezen?

Impactbeleggen is in ontwikkeling en de eerste stappen worden nu gezet. Hoewel traditionele beleggers nog zoekende zijn naar een gezonde balans tussen rendement en duurzaamheid, moet investeren in de ‘S’ uiteindelijk net zo gewoon worden als investeren in de ‘E’. ■



Maya Savelkoul

Director Dutch Impact Investments, Bouwinvest

IN HET KORT

Inmiddels hebben beleggers wereldwijd voor ruim \$ 1.100 miljard naar impactinvesteringen gealloceerd.

Gezien het grote sociaal-maatschappelijke belang van vastgoed leent deze categorie zich uitstekend voor het creëren van sociale impact.

Impact investing gaat primair uit van een te bereiken maatschappelijk doel, zoals het realiseren van passende huurwoningen.

Meetbaarheid van de bereikte doelen is de sleutel om uitvoering te geven aan succesvolle impactbeleggingen.

Een rendabele route naar Paris Proof-vastgoed

Zo'n 30%¹ van alle broeikasgassen in Nederland wordt uitgestoten in de gebouwde omgeving. De bouwsector kan door energie te besparen en meer duurzame energie te gebruiken daarom een belangrijke bijdrage leveren aan de energietransitie.



Door Paul Oremus en Ronald Gordijn

Een klimaatneutrale samenleving, zoals beoogd door de EU-lidstaten in het Klimaatakkoord van Parijs, houdt in dat er niet meer broeikasgassen mogen worden uitgestoten dan er worden vastgelegd. Een belangrijk tussendoel is gesteld voor 2030: een vermindering van de uitstoot van 55% ten opzichte van die in 1990. Door de omvang van de sector ligt er een grote taak bij vastgoedinvesteerders om deze klimaatambities waar te maken. Maar wat is er concreet nodig om de gebouwenvoorraad Paris Proof te maken? Hoe uitvoerbaar is de ambitie?

De business case

De afgelopen jaren is het ontwikkelen van plannen voor Paris Proof-vastgoed in een stroomversnelling gekomen. Institutionele vastgoedinvesteerders brengen in hoog tempo in kaart welke fysieke maatre-

gelen nodig zijn – bijvoorbeeld ten aanzien van isolatie, installaties en duurzame opwekking – om het vastgoed in hun portefeuilles toekomstbestendig te maken.

Nog niet zo heel lang geleden waren deze roadmaps omgeven door onzekerheden. De voorgestelde technieken waren nieuw en innovatief en dus risicovol. Ook speelde de zogenoemde 'split incentive' vaak een rol: de eigenaar betaalt voor verduurzaming, terwijl de huurder profiteert van de voordelen, zoals een lagere energierekening. De oplossing hiervoor is een huurverhoging die gelijk of iets lager is dan de besparing op de energiekosten. In de praktijk moet echter nog maar blijken of de theoretisch gecalculerde besparing op het energieverbruik in de praktijk ook wordt gerealiseerd. Dit bracht

grote onzekerheid met zich mee in de business case, waardoor partijen zich er moeilijk aan durfden te wagen.

Inmiddels is er veel meer bewijs, zijn de cijfers robuuster en nemen de kosten af. Maar ook gestegen energieprijzen spelen de business case voor verduurzaming in de kaart. Op het moment dat prijzen met een factor drie, vier of vijf stijgen, ontstaat er immers net zoveel investeringsruimte voor verduurzaming. Het grootste issue van dit moment is echter de beschikbaarheid van mensen en materialen: die staat op gespannen voet met de sterk stijgende vraag naar verduurzamingsmaatregelen.

Paris Proof-rekenen

De haalbaarheid van de business case voor verduurzaming hangt nauw samen

met het ambitieniveau. Dus: hoe duurzaam moeten gebouwen worden gemaakt om evenredig bij te dragen aan de klimaatdoelen? Dutch Green Building Council² (DGBC) ontwikkelde hiervoor de Paris Proof-rekenmethode, die de sector voorziet van een helder en meetbaar einddoel.

Uitgangspunt hierin is de hoeveelheid beschikbare energie in 2050. Omdat deze volledig duurzaam moet worden opgewekt, is er dan naar verwachting ongeveer een derde van het huidige energieverbruik beschikbaar. Om in 2050 volledig op duurzame energie te kunnen functioneren, is dus een gemiddelde besparing nodig van twee derde van het huidige verbruik. DGBC heeft het huidige gemiddelde energieverbruik per sector in kaart gebracht omdat een ziekenhuis

bijvoorbeeld meer energie nodig heeft dan een kantoor. Vervolgens zijn er normbedragen per vierkante meter vastgesteld. Zo mag een kantoor in 2050 niet meer energie verbruiken dan 70 kWh per m² en een standaard winkel niet meer dan gemiddeld 80 kWh per m².

Waarden en waarde

In de praktijk zien wij dat (pensioen)beleggers zich unaniem committeren aan de Paris Proof-roadmaps, zolang de rendementseis in lijn blijft met de targets van de fondsen. Aan onze ervaring kunnen we uiteraard geen conclusies verbinden, maar algemeen wordt wel verwacht dat veel institutionele investeerders tot soortgelijke conclusies zullen komen. Eerder al liet een studie³ van CBRE IM zien dat duurzame waarden niet ten koste van waarde hoeven te gaan. Uit deze studie uit 2020 blijkt dat met kapitaal, dat voor de lange termijn wordt aangewend voor ESG-investeringen, voorspelbare en stabiele rendementen worden behaald.

Onzekere factoren in de roadmaps zijn eventuele dalingen van kosten en de komst van efficiëntere installaties en materialen. Daarnaast is het denkbaar dat taxatiewaardes door verduurzaming gaan stijgen: het vastgoed wordt immers toekomstbestendiger en er worden energiekosten bespaard. De eerste tekenen hiervan worden inmiddels zichtbaar op de woningmarkt. Daarentegen is de technische uitwerking van verschillende (supra)nationale wetgeving nog niet helemaal helder⁴, wat leidt tot onzekerheid over de mogelijk benodigde additionele kosten om hieraan te voldoen.

Samenwerken met huurders noodzakelijk

De handen op elkaar aan de kapitaalkant is een belangrijke eerste stap. De uitvoering is echter uitsluitend haalbaar als de handen ook op elkaar gaan met gebruikers/huurders. En dat is zeker nog niet altijd een uitgemaakte zaak.

Bij woongebouwen streven wij ernaar om bewoners tijdens een verduurzamingsoperatie in de woning te laten wonen. De mogelijkheden hiertoe zijn echter wel altijd afhankelijk van de ingrepen. Daarnaast gaat de huurprijs met een vast bedrag omhoog, terwijl de energierekening met een variabel bedrag omlaag gaat. Door de overlast van de verbouwing en de onzekerheid over de kosten zijn huurders niet altijd eenvoudig te overtuigen. Voor woongebouwen geldt dat minimaal 70% van de bewoners moet instemmen met een renovatie. Bewoners die zich onthouden van stemming, tellen mee bij de 'nee-stemmers'. Op dit moment onderzoekt de minister of deze drempel naar 50% plus 1 zou kunnen en of de niet-stemmers automatisch op 'ja' kunnen worden geplaatst.

Ook bij winkelvastgoed is de praktijk weerbarstiger dan de theorie. In dit segment is het gebruikelijk dat huurders zelf verantwoordelijk zijn voor de inbouw van de winkel, inclusief de installaties. Omdat een gemiddelde huurtermijn niet langer is dan vijf jaar, is er voor de ondernemers geen prikkel om duurzame installaties in te bouwen die zich pas op lange termijn terugverdienen. Daar komt bij dat een winkel dicht moet tijdens een verbouwing, met vaak impactvolle

consequenties voor de omzet. Het is voor een eigenaar daarom logisch om winkelvastgoed te verduurzamen bij mutatie, met de kanttekening dat de kosten dan volledig terecht komen bij de eigenaar in plaats van bij de huurder.

Conclusie

De logistieke operatie om de miljoenen vierkante meters vastgoed in Nederland te verduurzamen is gigantisch, terwijl rekenen aan Paris Proof-vastgoed nog in de kinderschoenen staat. Er ontstaat een steeds beter beeld van de technische haalbaarheid van een rendabele route naar Paris Proof-vastgoed waarbij samenwerking in de keten – van eigenaars en huurders tot en met ontwikkelaars, bouwers en overheden – een voorwaarde is.

De transitie kan daarnaast worden versneld als taxateurs meer inzicht krijgen in de waarde die verduurzaming genereert, terwijl het stimuleren van efficiënt gebruik en hergebruik van materiaal (circulaire economie) en scholing van technisch personeel speerpunten moeten worden van het overheidsbeleid.

De vastgoedsector zal vastberaden moeten doorgaan met coöperatieve communicatie met huurders, met het stimuleren van innovatie samen met alle partijen in de keten en met het delen van best practices, zodat de hele sector daarvan kan profiteren. ■



Paul Oremus

Country Manager & Manager
Dutch Funds,
CBRE Investment Management



Ronald Gordijn

Country and Fund CFO,
CBRE Investment Management

IN HET KORT

De opgave om miljoenen vierkante meters vastgoed in Nederland te verduurzamen is gigantisch.

Samenwerking in de hele keten is een voorwaarde voor een rendabele route naar Paris Proof-vastgoed.

De transitie kan worden versneld als taxateurs meer inzicht krijgen in de waarde die verduurzaming genereert.

Stimulering door de overheid van de circulaire economie en van scholing van technisch personeel moet prioriteit krijgen.

1 Bron: Urgenda (<https://res.urgenda.nl/gebouwde-omgeving/>).

2 Bron: landelijke maatschappelijke organisatie voor verduurzaming van de gebouwde omgeving.

3 Bron: Impact Investing during a pandemic by CBRE IM.

4 Bron: Kadaster (<https://www.kadaster.nl/-/verduurzaming-woningmarkt-hoe-staan-we-ervoor-?>)

We zitten in de gouden eeuw van healthtech

Healthtech biedt een goede oplossing voor enkele van de grootste uitdagingen van de maatschappij, namelijk de snelgroeiende uitgaven en grote personeelstekorten in de gezondheidszorg. We spraken met Thijs Jochems, onder andere lid van vele beleggingsadviescommissies en voormalig CIO, en Ruben Mikkers, CFO en Fondsbeheerder bij NLC, de Europese healthtech venture builder uit Amsterdam, over de kansen en uitdagingen van healthtech voor institutionele beleggers.

Door Harry Geels

Wat is 'the case for' healthtech voor institutionele beleggers?

Ruben Mikkers: 'De gezondheidssector is een van de snelst groeiende sectoren, zowel in absolute zin als qua percentage van het bbp. In 2060 zal in Nederland naar verwachting zo'n 20% van ons bbp opgaan aan gezondheid, door onder meer vergrijzing en gebrek aan efficiëntie. Verder is de sector anticyclisch. Bestedingen worden zo goed als nooit bepaald door de economische cyclus. Ten derde wordt slechts 15% van alle kosten in de gezondheidszorg besteed aan medicijnen en medische technologie, terwijl de resterende 85% van de kosten opgaan aan 'delivery' en 'infrastructure'. Denk hierbij aan de ziekenhuizen, de ouderenzorg en de GGZ, en dan vooral de salarissen voor al het personeel.

Dat is niet langer vol te houden. Niet alleen vanwege de uitgaven, maar vooral ook door de groeiende personeelstekorten en de

toenemende werkdruk. Er is maar één oplossing en dat is het verhogen van de arbeidsproductiviteit, wat alleen maar realiseerbaar is met nieuwe technologie, ofwel 'healthtech'. We zitten volgens mij in de gouden eeuw van healthtech, een snelgroeiende markt met stabiele en redelijk voorspelbare winstmogelijkheden.'

Thijs Jochems: 'In de gezondheidszorg moet inderdaad een enorme efficiëntieslag worden gemaakt. Beleggen in deze sector is voor pensioenfondsen bijna een natuurlijke hedge. De uitdaging voor healthtech venture is dat het voor institutionele beleggers om relatief kleine fondsen gaat. Het laatste NLC-fonds is opengegaan met een initiële inschrijving van € 100 miljoen. Dan knelt de eis om bijvoorbeeld slechts voor maximaal 15% van een fonds deel uit te maken. Beleggers moeten zich echter realiseren dat er met 'early stage venture' meestal met een factor 5 wordt gewerkt. Dat wil zeggen dat als de beleggingen succesvol worden, er nieuw groeikapitaal geïnvesteerd moet worden, meestal in een aantal rondes, waardoor het fonds gemiddeld dus zo'n vijf keer groter wordt. Verder zitten er in fondsen zoals die van NLC gemiddeld zo'n 80 tot 90 verschillende investeringen, waardoor de beleggers in de loop der tijd steeds verder gediversifieerd raken en het idiosyncratische risico steeds lager wordt. In het verleden hebben veel pensioenfondsen met directe investeringen in ventures te weinig spreiding aangebracht. Dat doet NLC gelukkig anders. En terecht, want er is bij veel andere venturefondsen nog weleens gewed op die ene winnaar, terwijl venture capital vooral een 'numbers game' is.'

Wat zijn de verschillen tussen investeren in de vroege fase van healthtech ten opzichte van investeren in latere fasen van healthtech?

Mikkers: 'Theoretisch zijn de risico's – maar daarmee ook de rendementen – van investeringen in de vroege fase het hoogst. De risico's kunnen echter gemanaged worden, bijvoorbeeld door een goed gediversifieerde portefeuille te bouwen. Veel klassieke VC-fondsen spreiden inderdaad onvoldoende. Dat kan goed gaan, maar het gaat ook weleens niet goed en daar zit natuurlijk het reputatierisico. Wij houden er een andere filosofie op na. We willen in ons nieuwe fonds uiteindelijk zelfs naar tachtig tot negentig bedrijven doorgroeien. De eerdergenoemde 'numbers game' is ook belangrijk om ervaring op te bouwen. De

'Als een belegger écht impact of additionaliteit wil hebben, moet er in de vroege fasen worden belegd.'

‘We zijn in Europa in staat om in de vroege fase baanbrekende technologieën te ontdekken.’

leercurve lijkt zelfs exponentieel te groeien naarmate er steeds meer investeringen worden gedaan. Die ervaring spreekt niet alleen onze beleggers aan maar ook de bedrijven met wie we samen de investeringen doen, omdat wij meer kennis en ervaringen hebben die kunnen helpen bij volgende investeringsbeslissingen. Tot slot is het belangrijk dat als een belegger écht impact of additionaliteit wil hebben, er in de vroege fasen moet worden belegd.’

Welke trends neem je waar, als het gaat om impactbeleggingen door institutionele partijen?

Jochems: ‘De cultuur van vandaag is helaas dat geen enkele bestuurder in de wereld van het institutionele geld nog zelfstandige beslissingen durft te nemen. Alles moet tegenwoordig langs twintig stations. Als ze goede beslissingen nemen, is er geen beloning, bij foute beslissingen gaat de kop eraf. Als er mooie, innovatieve beleggingsproposities voorbijkomen, wordt altijd als eerste verwezen naar een uitvoeringsorganisatie, waarvan de eerste reactie meestal zal zijn: ‘Maar dit product staat niet in het strategisch beleggingsplan, kom volgend jaar maar terug.’ Vernieuwingen zijn lastig, vooral vanwege reputatierisico, en dat in een wereld die snel aan het veranderen is. De meeste pensioenfondsen hebben geen flexibele strategische kijk op de wereld, waardoor ze allerlei kansen mislopen. Dat lijkt veilig, omdat beleggingsinnovaties risicovol lijken. Maar niets doen in een snel veranderende wereld is ook een risico. Risicomanagement is weten wat er in de maatschappij gebeurt. Institutionele beleggers zijn niet ingericht op de actuele risico’s van de wereld, het klimaat, de zorg enzovoort.

Impact investments gaan vaak over nieuwe ontwikkelingen waar per definitie kleinere, nog niet beursgenoteerde bedrijven actief zijn. Kleiner, maar wel veel sneller groeiend. Potentiële groei zou naast omvang een criterium moeten worden om institutionele

beleggers meer aan impactbeleggen te laten doen. Bij impactbeleggen horen we ook vaak het bezwaar dat het niet goed gemeten kan worden. Steeds meer aanbieders van ventures, en daar is NLC er zeker een van, kunnen impact prima meten en daarover regulier rapporteren. Dus dat bezwaar kan van tafel.’

Hoe onderscheidt NLC’s aanpak zich van de aanpak van traditioneel venture capital?

Mikkers: ‘We maken voor institutionele beleggers investeringen in de vroege fasen van de healthtech sector ‘investeerbaar’. Met een eigen team van inmiddels 80 mensen, waarvan 50 met een medische achtergrond, en een exponentieel groot netwerk daaromheen, zijn we in Europa - ik durf bijna wel te zeggen als enige - in staat om in de vroege fase baanbrekende technologieën te ontdekken, waaronder in de medische sector. Deze worden ontwikkeld op onderzoeksafdelingen van universiteiten, academische ziekenhuizen, maar ook op researchafdelingen van grote corporates zoals Philips, Stryker en Medtronic. De laatste zijn vaak te groot om interessante doorbraken commercieel te ontwikkelen. Wij zien en beoordelen via dit netwerk ongeveer 2.500 tot 3.000 van dit soort nieuwe medische technologieën, die gepatenteerd of patenteerbaar zijn. Grofweg zo’n 1% daarvan is op jaarbasis commercieel interessant.

Vervolgens worden dan andere specialisten uit ons bedrijf aan het werk gezet, onder andere voor het oprichten van de startups, zeg maar de NewCo’s. We hebben een netwerk van managers die deze bedrijven kunnen leiden en tot een succes kunnen maken. Er is vooral in Europa in deze sector een gebrek aan ondernemend talent en ‘early stage capital’. In dat gat is NLC gesprongen. In een NewCo brengen we drie zaken samen: ‘pre-seed capital’ (uit onze fondsen), het patent, en de CEO die het bedrijf gaan ‘runnen’. Dit is puur impactbeleggen: additionaliteit omdat we een nieuw product of nieuwe dienst naar de markt brengen, die er anders niet zou zijn gekomen. We creëren vervolgens een closed-end fonds met zo’n tachtig tot negentig van die NewCo’s. De valorisatietrajecten van die NewCo’s kunnen overigens best lang duren, zomaar zes tot acht jaar, vooral omdat het om de zwaar gereguleerde healthcare-business gaat. Toch is dit alles de moeite waard, omdat dit echt impactbeleggen met doorgaans hoge rendementen is.’ ■



Thijs Jochems

Adviseur en Private Investor



Ruben Mikkers

CFO en Fondsbeheerder, NLC

IN HET KORT

De arbeidsproductiviteit in de gezondheidszorg moet verhoogd worden. Dat kan alleen met nieuwe technologie, ofwel healthtech.

NLC maakt voor institutionele beleggers investeringen in de vroege fasen van de healthtechsector investeerbaar.

Steeds meer aanbieders van ventures, waaronder NLC, kunnen impact prima meten en daarover regulier rapporteren.

Regenerative agriculture: accelerating the net zero pathway

Agricultural improvements have enabled the successful nourishing of a growing population globally. But tackling climate change and biodiversity loss by collectively reducing negative externalities is just as important.

By *Hélène Henry-Prince* and *Laurent-David Charbit*



Hélène Henry-Prince

Co-Head of Regenerative Agriculture, Tikehau Capital



Laurent-David Charbit

Co-Head of Regenerative Agriculture, Tikehau Capital

Carbon 'tunnel vision'

The road to carbon neutrality means reducing carbon emissions in the atmosphere and physically sequestering the remainder through 'carbon sinks'. With the wheels of progress towards this goal finally in motion, we now need to shift from incremental progress to systemic change.

One of the biggest hurdles to overcome is a matter of perception. When thinking of reducing carbon emissions, we tend to focus

primarily on carbon in the atmosphere. However, what hasn't yet been widely discussed in our opinion is that, in order to achieve carbon neutrality by 2050, CO₂ soil sequestration will play a decisive role¹.

Soil scientific experts² consider the soil to be one of the biggest carbon sinks on the planet. It contains two to three times more carbon than the atmosphere, making the agricultural ecosystem an essential ally to meet the Paris Agreement's 1.5°C target.

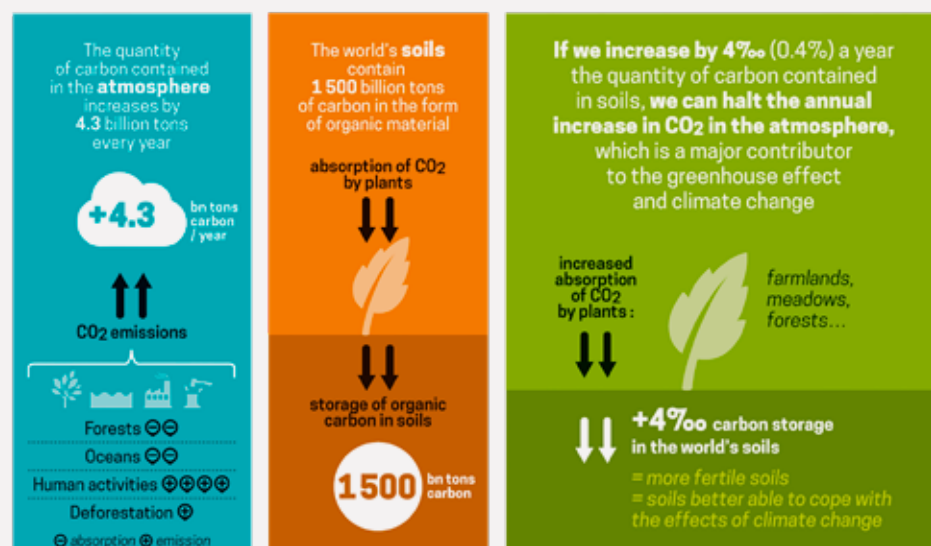
The true cost of heightened production

Agriculture is the second-largest emitter of GHG globally (circa 25%), the majority of which comes from methane emitted by livestock farming and the remainder from nitrous oxide resulting from fertiliser use³ and deforestation.

Modern agriculture has made it possible to increase production massively across the globe - but at what cost for the planet and human health?

Intensive ploughing and the maximisation of outputs has destroyed soil vitality, rendering it infertile. To compensate for this, the use of fertilisers that pollute our water tables has been increased, which has raised acidity levels in the soil. Hedges have been cut down, territory has been regrouped and large monocultures have been organised to optimise yields, making it necessary to use even more pesticides.

FIGURE 1: CARBON SEQUESTRATION IN SOILS FOR FOOD SECURITY AND THE CLIMATE



Source: The International '4 per 1000' initiative, launched at COP 21, French Ministry of Agriculture and Food Safety

The need for a change: could regenerative agriculture be the answer?

Regenerative agriculture is a nature-based solution which promotes land management practices that leverage the natural and ecosystemic photosynthesis in plants to close the carbon cycle and to rebuild soil health, crop resilience and nutrient density. Regenerative agriculture improves soil health primarily through practices that increase soil organic matter. Amongst other benefits, it can help reverse climate change by acting as a carbon sink and rebuilding degraded soil biodiversity – in turn resulting in carbon drawdown, improved water cycle, reduced use of chemical intrants and better resistance to climate shocks.

Carbon absorbed by plants from the air (CO₂) is exuded through the roots to feed microbes, which then provide the plants with essential minerals and nutrients. Increasing organic matter in the soils by 4g per 1,000g of CO₂ each year would offset all the greenhouse gas emissions produced by the planet in 1 year⁴.

How do we make it happen?

Firstly, regenerative agriculture is facilitated through various ‘enablers’. These include farming tools, equipment, machinery, fertilizers and agri-tech.

The second aspect requires a change in agricultural practices. For example, through improved training and recruitment as well as making more effective use of available technologies.

Importantly, and whilst shifting from conventional agricultural production to regenerative practices may lead to a short-term drop in productivity, conventional fertilizer-driven food production simply isn’t viable in the long run. Therefore, instead of destroying the productivity of the same soil from which we demand an increase in production, regenerative agriculture, by enhancing and sustaining soil health, should improve productivity in the long run, enabling sustained production and nutritious food independence for future generations.

Secular trends behind the agricultural shift are underway, with changing regulation and an evolution of a food system that is climate/nature positive and health conscious, driving sustainable and inclusive growth.

Filling the financing gap

Regenerative agriculture practices seeking to reverse unsustainable production methods at scale require significant financing. To help fill this gap, Tikehau Capital has partnered with AXA Climate and Unilever to launch a private equity impact strategy dedicated to investing in projects and companies supporting the scaling-up of the regenerative agriculture transition. To create alignment of interest, the three firms invested € 100 million each, combining a differentiated set of industry, risk, and financial expertise to drive structural change.

The strategy focuses on rebuilding soil organic matter and restoring degraded soil biodiversity, contributing to sustainable food production as well as promoting local approaches coupled with innovative distribution and packaging solutions.

Designed to contribute to SDGs 13 (Climate change), 15 (Life on land) and 3 (Good health and wellbeing), the aim of this strategy is to promote regenerative agriculture by focusing on three core areas:

- Restoring soil health to enhance biodiversity.
- Preserving water resources.
- Helping to fight climate change by contributing to the future supply of regenerative ingredients. This objective aims to meet the needs of a growing global population and consumer demand for sustainable products.

A collective effort

Reducing agriculture’s negative impact on the environment is vital to combatting climate change and ensuring a healthy and sustainable food supply chain for all. We believe this must be a collective effort on a large scale. Through the launch of this strategy, we are pooling resources, skills, and expertise to scale technological innovations and the changes of practices required to improve both soil and human health. ■

¹ Source: Ontl, T. A. & Schulte, L. A. (2012) Soil Carbon Storage. Nature Education Knowledge 3(10):35 2012

² Source: Stanford News, March 24, 2021

³ Source: IPCC AR6 WGIII Technical Summary 2022

⁴ The International ‘4 per 1000’ Initiative encourages stakeholders to engage in a transition towards a regenerative, productive, highly resilient agriculture, based on appropriate land and soil management, which creates jobs and income and thus leads to sustainable development

Disclaimer

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.

Want to know more?
Please contact:

Sjoerd Lont,
Executive Director
slont@tikehaucapital.com

Bart Mathijssen,
Executive Director
bmathijssen@tikehaucapital.com

SUMMARY

The agricultural ecosystem is an essential ally to meet the Paris Agreement’s 1.5°C target.

The regenerative agriculture transition can play a crucial role in addressing both climate change and environmental issues.

Tikehau Capital, AXA Climate and Unilever’s collective ambition to launch a new private equity impact strategy, dedicated to investing in projects and companies supporting the scaling-up of the regenerative agriculture transition, intends to fill the significant financing gap.

Water & Waste Investments, a defensive growth opportunity for uncertain times

A growing population, aging infrastructure, the importance of ESG: is water the new place to be? We take a closer look with Simon Gottelier, Partner and Senior Portfolio Manager at Thematics Asset Management, an affiliate of Natixis Investment Managers.

By Harry Geels



Simon Gottelier

Partner and Senior Portfolio Manager, Thematics Asset Management (an affiliate of Natixis Investment Managers)

Why is water an important investment theme?

‘As an individual or a company, the availability and quality of water will probably directly impact your life, even more so than CO₂ emissions. There are many misconceptions about water. For instance, it is commonly said that water is scarce. However, an astronaut would tell you there is plenty of it on earth. We see water as a local, rather than global, issue.

Another misconception is that rainy areas can't be water-stressed. However, the UK – a relatively wet country – may run out of water in 20 years, according to the UK's Environment Agency, due to population growth and poor water storage infrastructure, as well as climate change. And consider the substantial costs of renewing 250-year-old water and sewerage pipes in New York, one of the most developed cities in the world.

In other words, water challenges definitely aren't confined to emerging markets. The challenges are all around us.’

What issues can be solved by water investments?

‘Water needs can be broken down into three themes: demand efficiency, water infrastructure demand, and pollution control. Of the three, demand efficiency is the fastest-growing need, as water users in



many parts of the world face increasing water constraints.

In terms of water demand, a growing number of companies are developing technology-led services and equipment to increase efficiencies. These range from domestic shower and irrigation systems to solutions for heavy industry, such as oil & gas and agriculture. Companies and investors have to be highly innovative to address the challenges. Farmers, for example, are heavy users of water, but pay little for it, so they have little incentive to improve efficiency.

Developed economies have endured decades of underinvestment in their existing water infrastructure assets. Meeting water infrastructure supply challenges requires the building and managing of utility networks. Meanwhile, technology providers are developing solutions to help plug gaps in water infrastructure.

Pollution control is about measuring pollution and managing waste. Professional waste management service businesses, for instance, are seeking ways to prevent water table pollution. Monitoring equipment is now being deployed across the globe, to track water flows and facilitate enforcement.’

Can water investments help accelerate climate transition?

‘As expected from an investment strategy

based on conservation of natural resources, ESG is an important factor in stock selection. However, the water-related investable universe has a relatively high carbon footprint. To move, treat and get more water from processes such as desalination, requires energy. So carbon emissions for the universe are higher than for broad indices.

That doesn't mean that nothing can be done. We seek companies that have well-structured plans to contribute to the Net Zero goal. We look for commitment rather than a great carbon score.'

Are there enough public investable water companies to address the issues you mentioned before? Is the market big and liquid enough?

'The universe of water-themed companies now represents an \$ 800 billion a year market, and is expected to grow by 6% to 8% annually. It is a diversified universe, with close to 300 global companies that fit into our three investment themes. These companies have a combined market capitalization of more than \$ 3 trillion.¹

The wide opportunity set means that over extended time periods, some drivers of value will surge and offset stagnant or falling values from other drivers. In the last two or three years, the biggest driver has been the pollution control segment, because the COVID pandemic emphasized water quality assessments and the quality of water used in healthcare applications.'

How do you select the right companies for your water-themed portfolio? Are water-themed investments suitable for institutional investors?

'We employ discrete teams to focus on each of our three investment themes. These teams track the big macro changes and relate them to business activity at each of the 300 companies in the universe.

We follow the progress of the US Infrastructure Investment and Jobs Act to see which infrastructure will be supported and which companies stand to benefit. The Act provides the largest investment in clean drinking water and wastewater infrastructure in US history. We also assess water-focused companies on fundamental criteria such as the quality of the business model, the management team, the composition of existing shareholders, stock liquidity and current valuations.

In terms of value, we have a long-term approach and look for a visibility premium that the market isn't currently giving to stock. Our companies are exposed to drivers that can deliver higher levels of growth, that the market hasn't recognised. Often the companies are small or midcaps and aren't household names, meaning they are under-researched by most buy-side analysts.

Companies that fulfil our criteria for investment include Clean Harbors, a US company which manages hazardous industrial waste, provides an emergency response to accidental pollution and recycles used oil. Its prospects have been improved by recently-enacted environmental regulation in the US. Another is Stantec, a Canadian environmental consultancy business. It specialises in water and environmental projects, with a particular focus on infrastructure. It has 50% exposure to the US and is expected to benefit from the Infrastructure Act.

We think investing in water-themed companies is suitable for investors who want to contribute globally to the sustainable use and protection of water resources, while generating long-term growth through an investment process which systematically incorporates ESG.'

Is it currently a good time to buy water-focused companies?

'In recent times, inflation has been a pre-occupation. Given that regulated water utilities are one of the few types of companies that are able to pass on higher prices in full, utility holdings, for example, should be able to maintain or increase their market value.

Also, because water-themed assets are often real assets or linked to real assets, they can be effective inflation hedges. Inflation aside, one of the unique points of a diversified water strategy is that out-performance can materialise in both strong and weak markets, providing alpha over the cycle. Our approach leverages the diversification available in the sector and the correlation with long-term demographic drivers to focus on defensive growth over the long term.' ■

¹ Source: Thematics Asset Management

Marketing Communication
For Professional Investors only. All investing involves risk, including the risk of capital loss. Please refer to the full prospectus on im.natixis.com for additional details on risks. Provided by Natixis Investment Managers International, Netherlands (Registration number 000050439298). Registered office: Stadsplein 7, 3521 AZ Utrecht, the Netherlands. Thematics Asset Management is an affiliate of Natixis Investment Managers.

SUMMARY

Water needs can be broken down into three themes: demand efficiency, water infrastructure demand, and pollution control.

The universe of water-themed companies is an \$ 800 billion a year market growing up to 8% annually, comprising around 300 companies.

Regulated water utilities are one of the few types of companies that are able to pass on higher prices in full.

A diversified water strategy can outperform in both strong and weak markets, providing alpha over the cycle.

Regeneratieve land- en bosbouw als business case voor investeerders

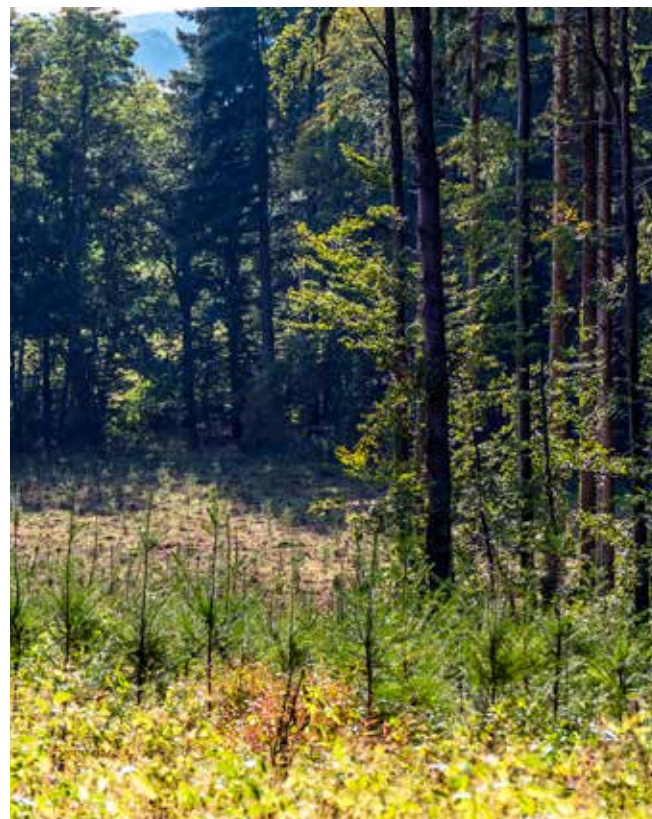
Investeren in regeneratieve land- en bosbouwbedrijven kan een goede business case opleveren. Karin van Dijk van ASN Impact Investors sprak met Paul MacMahon van SLM Partners over hoe en waarom dit werkt.

Door Karin van Dijk

Paul MacMahon schreef in 2013 het boek *Feeding Frenzy*, over het failliet van het conventionele voedselstelsel. Zijn conclusie: we putten de aarde uit om de wereldbevolking te voeden, maar de niet-duurzame manier waarop we dat doen, bedreigt juist onze voedselzekerheid. Met SLM Partners voegt hij inmiddels de daad bij het woord. Het bedrijf investeert in systemen die wél bijdragen aan de biodiversiteit en aan de natuur, met activiteiten niet schaden.

Bijdragen aan systeemverandering

Interessant is hoe MacMahon zijn missie weet te koppelen aan financiële returns. 'We willen bijdragen aan de systeemverandering die nodig is om de groeiende wereldbevolking te kunnen blijven voorzien van natuurlijke grondstoffen en voedsel. Maar bij alles wat



ik doe, houd ik twee dingen in de gaten: niet alleen de impact die de business maakt, maar ook de winstgevendheid.'

Zijn bedrijf investeert wereldwijd in bos- en landbouwbedrijven met een positieve impact. In Europa heeft het daarvoor een fonds opgezet dat zich specifiek richt op bosbouw en boomgaarden met noten-, amandel- en olijfbomen.

Marktconforme rendementen

De ondernemers waarin MacMahon investeert, passen perfect bij zijn dubbele ambitie. 'Hun aanpak werkt financieel beter dan conventionele landbouw en levert daarvoor marktconforme rendementen op. We hoeven dus niets in te leveren.'

Regeneratieve en biologische boeren beperken

namelijk het gebruik van kunstmest en chemische bestrijdingsmiddelen. Ze gebruiken vaker wat de natuur ze biedt voor de bemesting, bevruchting en bescherming van hun gewassen. Dat scheelt kosten – al helemaal met de huidige recordprijzen voor energie, kunstmest en andere grondstoffen – en verhoogt hun winst.

Een tweede voordeel van écht duurzaam produceren is dat het producten oplevert die een hogere prijs opbrengen. 'Biologische amandelen of mais leveren voor boeren op dit moment zelfs twee keer zoveel op als gewone.'

Risico's voor conventionele landbouw

Een derde reden waarom MacMahon inzet op regeneratieve landbouwbedrijven is dat ze beter bestand zijn tegen droogte en

overstromingen. ‘Voor conventionele landbouw-systemen zijn dat grote risico’s. De verwachting is bovendien dat er steeds strengere milieuwetgeving aankomt. Voor landbouw-bedrijven die nu niet in beweging komen, vormt dat ook een bedrijfsrisico.’

In bossen, voornamelijk in Ierland, investeert zijn bedrijf al langer. Ook die worden zo natuurlijk mogelijk beheerd, met een aanpak die ‘continuous cover forestry’ heet. ‘We willen geen monocultuur, waarin je slechts één soort bomen plant die je telkens na 35 jaar volledig kapt. Dat is destructief en brengt veel verborgen risico’s met zich mee. Wij oogsten juist heel geleidelijk: vergelijk het maar met de coupon-rente op een obligatie.’

Bouwmateriaal met lage footprint

‘Het hout heeft dezelfde prijs als bij conventionele bosbouw, maar je profiteert wel van lagere kosten doordat je niet grootschalig hoeft aan te planten. De grote variëteit verlaagt daarbij risico’s als ziekte en stormschade. Een natuurlijk bos is ook veel aantrekkelijker voor bezoekers dan de monocultuur van zo’n plantage.’

MacMahon voorziet een goede toekomst voor de bosbouw en de grondstoffen die het oplevert. ‘De vraag naar bouwmateriaal met een lage CO₂-uitstoot is enorm en zal alleen nog maar groeien. Wat dat betreft presteert niets beter dan houtproducten. Nieuwe gelamineerde houtproducten hebben al bewezen dat je er gebouwen van 20 verdiepingen mee kan bouwen. Zo sla je enorm veel CO₂ op, in plaats van

die uit te stoten als je de gebouwen van beton en staal maakt.’

Ondernemers als boots on the ground

Voor het fonds vond MacMahon in Portugal en Spanje wat hij zocht: boomgaarden met amandelen, pistachenoten, walnoten en olijven, en bossen met kurkeiken. Op plaatsen waar zijn kapitaal een verschil kan maken én een goed rendement oplevert.

‘Wij willen de verandering versnellen, maar zijn bescheiden genoeg om in te zien dat wij niet op alles een antwoord hebben. Daarom zetten we in op lokale ondernemers. Zij zijn onze boots on the ground die de vernieuwende systemen doorontwikkelen.’

Aan een investeerder als MacMahon is het de taak om een strategie te ontwikkelen die ervoor zorgt dat dergelijke ondernemers kunnen opschalen. ‘Hopelijk kunnen we die aanpak elders ook toepassen en vinden we steeds meer ondernemers die willen overschakelen naar regeneratieve landbouw. Want dat is uiteindelijk onze missie: ecologische en regeneratieve manieren van landbe-werking opschalen.’

Rendement voor de natuur

McMahons fonds wil impact maken op thema’s als bodemherstel, biodiversiteit, het tegengaan van verspilling en vervuiling van water, het vastleggen van de CO₂-uitstoot en het revitaliseren van plattelandsgemeenschappen. De financiële returns uit het hout, de amandelen en de olijven zijn prima te berekenen. Met het rende-

ment voor de natuur is dat lastiger, geeft MacMahon toe.

‘Dat heeft tijd nodig, net als de natuur zelf. De komende jaren zullen er steeds nauwkeurigere meetmethoden komen en in afwachting daarvan doen we nu nulmetingen om de bodemkwaliteit vast te stellen en te meten hoeveel CO₂ wordt vastgelegd. Maar iedereen voelt op zijn klompen aan: als je stopt met chemische bestrijdingsmiddelen en op een kwart van je land de natuur zijn gang laat gaan, heeft dat enorme effecten, ook op de vogel- en insectenstand.’

Inflatie helpt strategie

Op dit moment bewijst MacMahon dat de strategie van zijn fonds ook uitstekend bestand is tegen inflatie. ‘Ons rendement komt uit commodities, in dit geval hout uit Europa. De prijzen van bulkproducten zijn enorm gestegen en dat is goed voor onze strategie. De prijzen voor kunstmest zijn echt door het dak gegaan en onze boeren hebben daar geen last van. Dat is in ons voordeel en bewijst maar weer hoe gevaarlijk het is als je afhankelijk bent van producten die zijn gebaseerd op fossiele brandstoffen.’

Zeker, de prijzen voor grondstoffen kunnen weer dalen. ‘Dan blijft de noodzaak om duurzamer te produceren en de wens om producten van dichterbij te betrekken. Nu komt het gros van de amandelen nog uit Californië. Een flinke afstand, maar je wilt niet weten hoeveel water daar wordt gebruikt, juist in een gebied waar een gebrek aan water dreigt!’ ■



Karin van Dijk

Fondsmanager ASN Biodiversiteitsfonds, ASN Impact Investors



Paul MacMahon

Co-Founder en Managing Partner, SLM Partners

IN HET KORT

Investeren in regeneratieve land- en bosbouw kan een goede business case vormen voor vermogensbeheerders.

Regeneratieve land- en bosbouwondernemingen beperken met hun regeneratieve aanpak verschillende kosten en bedrijfsrisico’s. De hoge prijzen voor voedingsmiddelen en grondstoffen vergroten hun marges nog extra.

De vraag naar bouwmateriaal met een lage CO₂-uitstoot is enorm en zal alleen nog maar groeien.

Regeneratieve landbouw-bedrijven zijn beter bestand tegen droogte en overstromingen.

Beleggen in biodiversiteit, hoe doe je dat?

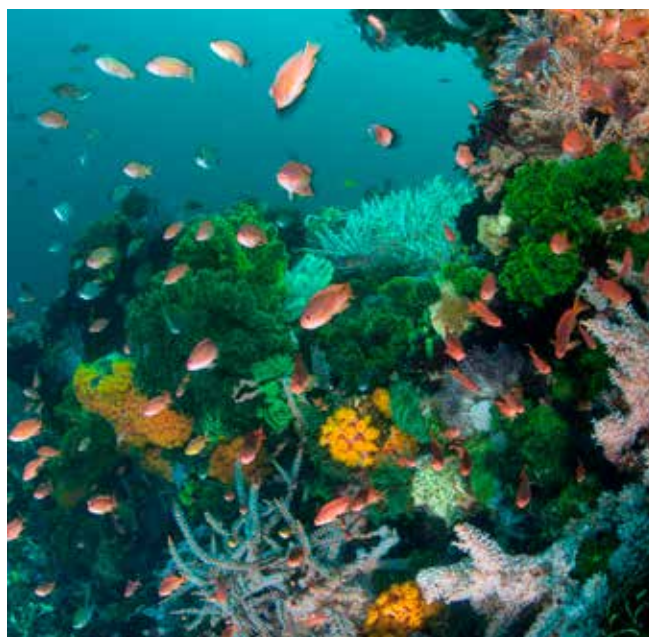
Er komt steeds meer een prijskaartje te hangen aan de wijze waarop bedrijven omspringen met natuurlijke biodiversiteit. Die omslag speelt ondernemingen in de kaart die de natuur de ruimte geven om zichzelf te herstellen.

Door *Michiel Pekelharing*

Als een bedrijf een goedkope methode vindt om enorme hoeveelheden vervuild water via zuivering weer geschikt te maken voor consumptie, stromen de winsten ongetwijfeld binnen. Op de beurs zou een dergelijke onderneming al gauw miljarden waard zijn. Maar als datzelfde proces op natuurlijke wijze gebeurt – denk aan zandfiltratie in de Nederlandse duinen – hangt de maatschappij daar niet of nauwelijks een prijskaartje aan. Daar gaan onder meer de afspraken die gemaakt zijn op de biodiversiteitstop COP 15 verandering in brengen.

De afgelopen decennia heeft de mensheid in veel opzichten een grotere vooruitgang geboekt dan in de

‘Tegenover de gestage toename van geproduceerd en menselijk kapitaal staat een grote daling van natuurlijk kapitaal.’



eeuwen daarvoor. Meer dan 95% van alle baby's die wereldwijd geboren worden, haalt de vijftiende verjaardag. In de negentiende eeuw was dat slechts een op drie. Het bbp per wereldburger is sinds 1820 vijftienvoudig en in de afgelopen dertig jaar zijn er meer wegen, gebouwen en machines gebouwd dan ooit tevoren. De afgelopen jaren trekt de impact die deze vooruitgang heeft op de natuur echter steeds meer aandacht. Uit het Inclusive Wealth Report¹ komt duidelijk naar voren dat tegenover de gestage toename van het geproduceerde kapitaal (gebouwen, machines, infrastructuur, et cetera) en menselijk kapitaal (beter onderwijs en toename levensverwachting) een grote daling staat van natuurlijk kapitaal (bosgrond, landbouwgrond, et cetera).

Omslag naar een regeneratieve economie

Om te voorkomen dat natuurlijk kapitaal volledig wordt uitgeput, moet de omslag gemaakt worden naar een regeneratieve eco-

nomie. Dat is een harmonieus systeem met als belangrijkste kenmerk dat het zichzelf in stand kan houden, net zoals dat in de natuur gebeurt bij een cel, een bos of onze planeet als geheel. Recente ontwikkelingen wijzen erop dat zo'n toekomst minder ver weg is dan je zou denken. Eind vorig jaar werd bijvoorbeeld op de klimaatbijeenkomst COP15 afgesproken om in de periode tot 2030 30% van het land- en zeeoppervlak tot beschermd gebied te verklaren. Nationale overheden voeren allerlei nieuwe maatregelen door om de biodiversiteit te beschermen. Zowel in Europa als in de Verenigde Staten zijn er vergevorderde plannen om natuurlijk kapitaal op te nemen in boekhoudregels voor financiële verslaggeving. Als er een duidelijk prijskaartje hangt aan natuurlijk kapitaal, kan dat voor bedrijven aanleiding zijn om te kijken of ze op een andere wijze met de natuur kunnen omspringen.

Ook in andere opzichten wordt het steeds makkelijk-

WAAROM DE COP 15 EEN KEERPUNT IS VOOR ECOLOGISCH BELEGGEN

De Biodiversiteitstop van de VN betekende een keerpunt voor het natuurbewoud en leverde een internationaal akkoord op dat een even grote transformatie teweeg zou kunnen brengen voor milieubeleggingen als het Klimaatakkoord van Parijs van 2015. Het Global Biodiversity Framework (GBF), dat door bijna 200 landen werd ondertekend, zal beleggingen in activiteiten ter bescherming van de biosfeer stimuleren en bedrijven ook verplichten om hun natuurgerelateerde risico's regelmatig te beoordelen en openbaar te maken. Het akkoord wordt onderbouwd door ambitieuze doelstellingen. Het doel is om biodiversiteitsverlies tegen 2030 een halt toe te roepen en tegen 2050 de natuur te herstellen en terug te brengen. Daarom verdient het een vergelijking met het Klimaatakkoord van Parijs. Hoewel de volledige uitvoering van dat akkoord een moeilijke strijd blijft, is het pact erin geslaagd de financiële stromen en beleggingsportefeuilles af te stemmen op klimaatdoelstellingen, waardoor honderden miljarden dollars aan nieuwe investeringen vrijkomen. Het GBF heeft ongeveer hetzelfde financiële effect.

ker om de link te leggen tussen biodiversiteit en de beleggingswereld. Het Wereld Natuur Fonds heeft becijferd dat de economische schade die ontstaat door het verlies aan ecosystemen uitkomt op circa \$ 479 miljard per jaar. In de periode tot 2050 loopt dat op tot bijna \$ 10.000 miljard. Dat is evenveel als de totale waarde van de economieën van het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, India en Brazilië samen. Interessant is echter dat er enorme kansen liggen voor bedrijven die slimme oplossingen ontwikkelen, die ervoor kunnen zorgen dat de biodiversiteit beter wordt beschermd, waardoor de natuur een kans krijgt om zich te herstellen.

Veruit het grootste deel van het biodiversiteitsverlies is het gevolg van de enorme hoeveelheid grondstoffen die we uit de aarde halen. Jaarlijks komt meer dan 100 gigaton aan mineralen, erts en olie boven de grond. Minder dan 9% daarvan wordt op enige wijze gerecycled aan

het eind van de levenscyclus. Ondernemingen die een rol spelen bij het ombouwen van het bestaande systeem naar een duurzaam en toekomstbestendig model kunnen een bijdrage leveren aan het natuurlijke herstel van de biodiversiteit.

Beleggingskansen

De ReGeneration-strategie van Pictet Asset Management geeft een goed inzicht in de wijze waarop een thema als biodiversiteit vertaald kan worden naar een beleggingsportefeuille. Voorlopig ligt de focus sterk op het tegengaan van allerlei negatieve effecten die het gevolg zijn van de wijze waarop de economie nu nog is ingericht. Denk bijvoorbeeld aan het voorkomen van verspilling en aan het verlengen van de levensduur van producten. Voorbeelden van beleggingen in dit segment zijn bedrijven die zich richten op het moderniseren van productieprocessen en het stroomlijnen van toeleveringsketens.

Een tweede thema is het toewerken naar een circu-

laire economie. Dat kan bijvoorbeeld door allerlei afvalstoffen te verwerken tot grondstoffen voor nieuwe producten. Uiteraard kan ook een groot verschil gemaakt worden door de wijze waarop we omspringen met natuurlijke hulpbronnen. Een goed voorbeeld is de omschakeling van fossiele brandstoffen naar groene energie. Maar ook door zorgvuldig om te springen met bosgrond en voldoende zaailingen te planten na boomkap.

Naast bovenstaande thema's, met een focus op het verkleinen van de negatieve impact van menselijke activiteiten op de biodiversiteit, komen er in de toekomst meer beleggingskansen in het segment van bedrijven die echt een actieve bijdrage leveren aan het herstel van natuur. Daar speelt de ReGeneration-strategie nu al op in door te investeren in bedrijven die zich richten op betere educatie over duurzame thema's of op het verstrekken van (micro)krediet met oog voor biodiversiteit. Dat zijn bijvoorbeeld banken in opkomende markten die kleine bedragen lenen aan bijvoorbeeld lokale vissers en boeren, met als voorwaarde dat het geld gebruikt wordt voor de aanschaf van duurzaam vis- of landbouwgerief. Dit soort constructies kent eigenlijk alleen maar winnaars. De lokale bevolking krijgt betere middelen om in het eigen levensonderhoud te voorzien. Omdat dit op duurzame wijze gebeurt, is de kans voor de bank groter dat de lening wordt terugbetaald. En waardevolle ecosystemen worden zoveel mogelijk ontzien. ■

¹ Bron: Inclusive Wealth Report – Shunsuke Managi, Pushpam Kumar, 2018

IN HET KORT

De afspraken van de biodiversiteitstop COP 15 worden omgezet in wetten en regels.

Hierdoor komt er een prijskaartje te hangen aan (het beschermen van) biodiversiteit.

Een strategie zoals Pictet ReGeneration speelt heel gericht in op die omslag.

Asset Allocation Awards

Begin februari werden de Asset Allocation Awards 2022 uitgereikt. Het jaarlijkse evenement van Alpha Research werd dit jaar voor het eerst samen met Financial Investigator georganiseerd.

Door Astrid Smit



Methodologie

Hoe bepaalt Alpha Research wie de beste asset allocators zijn? Directeur Eelco Ubbels: 'Wij analyseren elke maand rond de zestig researchrapporten en bepalen zo de consensus wat betreft de asset allocatieverwachtingen voor vijf categorieën: Asset Allocation, Fixed Income, Equities Sector, Equities Regional, en Overall.' Voor opname in het maandelijks analyserapport moet een researchrapport voldoen aan een vijftal voorwaarden:

- 1 Het rapport moet publiekelijk toegankelijk zijn en al minstens drie jaar verschijnen.
- 2 De frequentie van publicatie is tenminste eenmaal per kwartaal.
- 3 De publicatiedatum van het rapport mag niet ouder zijn dan zes maanden.
- 4 De aanbevelingen zijn ondubbelzinnig en duidelijk.
- 5 De aanbevelingen betreffen minstens vier van de vijf gehanteerde sub-beleggingscategorieën.

Alpha Research creëert voor elk rapport een unieke portefeuille. Een gelijk gewogen portefeuille is het uitgangspunt, zonder rekening te houden met benchmarkgewichten. Bij de aanbeveling 'overwegen' geldt een gewicht van +5% en bij 'onderwegen' geldt een gewicht van -5%. De wegen worden elke maand bijgewerkt. De vijf best renderende portefeuilles over drie jaar worden genomineerd voor een award, waarbij de best presterende portefeuille de award wint.

Tijdens de feestelijke bijeenkomst in het Rosarium in Amsterdam werden de winnaars van de best presterende portefeuilles in elke categorie bekendgemaakt. Eelco Ubbels overhandigde de awards aan de winnaars.

'Iedereen verwacht een recessie, maar wat als die recessie uitblijft of minder erg is dan verwacht?'

Winnaar Asset Allocation Award: Neuberger Berman

Neuberger Berman was de winnaar in de categorie Asset Allocation. 'Wij hadden ons erop ingesteld dat de inflatie hoger zou blijven dan de markten verwachtten', lichte Niall O'Sullivan, Chief Investment Officer Multi-Asset Strategies EMEA, de winnende strategie toe. 'De uitgangspunten waren diversificatie en bescherming tegen inflatie. Grondstoffen bieden bescherming tegen inflatie en structureel zijn ze overigens ook interessant. Voor de transitie naar meer duurzame energiebronnen zal de vraag naar koper in de komende jaren toenemen.' Daarnaast kijkt Neuberger Berman positief naar cash, nu het naast bescherming van de portefeuille ook enig rendement biedt.

Winnaar Fixed Income Award: ACTIAM

De winnaar van de categorie Fixed Income was ACTIAM. Head of Fixed Income & Multi Asset Mehdi Abdi nam de prijs in ontvangst en verklaarde het succes: 'Aan het begin van 2022 waren we heel voorzichtig en waren de hoger renderende bedrijfsobligaties onderwogen in de portefeuille. Vanwege oplopende politieke spanningen waren we defensief geïmponeerd. Gedurende het jaar liepen de risicopremies op en zijn we meer in bedrijfsobligaties gaan beleggen.' ACTIAM kon daarom in januari van dit jaar profiteren van het inkomen van de risicopremies. Verder was het overwogen in Emerging Markets Debt. Hoewel deze categorie in 2022 niet goed presteerde, pakte de uitsluiting van Rusland goed uit.

Winnaar Equities Sector Award: ING Investment Office (ING IO)

Voor de derde keer op rij won ING IO deze award. 'Goed te zien dat ook Nederlandse partijen genomineerd zijn en prijzen in de wacht slepen', reageerde Bob Homan, Manager Investment Office. Volgens hem zijn de verschillen in behaalde rendementen tussen sectoren doorgaans erg hoog. Vandaar de focus op een goede sectorallocatie. Net als Neuberger Berman verwachtte ook ING IO dat de inflatie langer hoog zou blijven en dat de rente zou oplopen. 'Wij hadden daarom de sectoren Energie en Financials overwogen. Eind 2022 hebben wij de overweging van Energie teruggedraaid.' De nutssector was en blijft bij ING onderwogen, verwachtte Homan, gezien het risico op afroming van de winsten. Eind 2022 is er gedraaid van een focus op waarde naar een op groei. >



Eelco Ubbels

Directeur, Alpha Research



Niall O'Sullivan

Chief Investment Officer
Multi-Asset Strategies EMEA,
Neuberger Berman



Mehdi Abdi

Head of Fixed Income &
Multi Asset, ACTIAM



Bob Homan

Manager, ING Investment Office



Wouter Sturkenboom

Chief Investment Strategist
EMEA & APAC, Northern Trust
Asset Management

Winnaar Equities Regional én Overall Awards: Northern Trust Asset Management

De Overall Award is voor de vermogensbeheerder die de beste resultaten heeft behaald wanneer de verschillende categorieën bij elkaar worden opgeteld.

Wouter Sturkenboom, Chief Investment Strategist EMEA & APAC, die de twee awards in ontvangst nam, verklaarde het dubbelsucces door de defensieve positionering begin 2022, waarbij Amerika overwogen en Emerging Markets juist onderwogen waren. 'De renteverhogingen door de Fed en de economische tegenwind waren slecht voor opkomende markten, voor zowel aandelen als obligaties', legde hij uit.

'Daarnaast zijn we structureel bezorgd over de koers van China, hoewel het land op korte termijn zal opveren door het loslaten van de strenge coronabeperkingen.'

Voor de lange termijn is Northern Trust Asset Management positiever geworden over high yield. Dit komt door een hoger startpunt qua renteniveau en doordat de gemiddelde kredietkwaliteit van de high yield benchmark is toegenomen naar BB. Ondanks de stevige daling van aandelenmarkten in het afgelopen jaar, blijft de verhoging van het verwachte aandelenrendement volgens Sturkenboom beperkt. 'Door de krappe arbeidsmarkt in ontwikkelde markten zullen winstmarges de komende jaren lager uitvallen.'

Asset Allocatie Debat 2023

Voorafgaand aan de uitreiking was er een debat met Jelte de Boer, Directeur van Optimix Vermogensbeheer, Rob Brand, Head of Portfolio Management bij Blue Sky Group, Judith Sanders, Sustainable Investment Strategist bij ABN AMRO, en Kees van de Velde, Managing Partner van Capital HQ. De experts gingen onder



leiding van Eelco Ubbels en Ineke Valke, Senior Investment Strategist bij Wealth Management Partners, met elkaar in gesprek over de huidige markt en de uitdagingen voor de asset allocatie. De invloed van inflatie is cruciaal, erkenden de experts. De Boer: 'Inflatie werd post-Covid initieel aangewakkerd door problemen in de waardeketens

van bedrijven en hoge energieprijzen. Deze zijn nu op hun retour. De service-inflatie is nog hoog, maar die zal de neerwaartse trend van huizenprijzen de komende kwartalen volgen.'

Vooral energie is volgens de deelnemers een belangrijke factor. Sanders verwacht dat energieprijzen structureel hoog zullen blijven. 'Maar', zo stelde ze, 'minder verbruik, goed gevulde gasvoorraden, het

weer op sterkte komen van Franse kerncentrales en ontwikkelingen in hernieuwbare energie bieden lichtpuntjes.' Van de Velde: 'Het gasverbruik is tot nu toe meegewallen, maar hoe houd je in de toekomst dat lagere gebruik vast?' Brand: 'Wij verwachten dat de inflatie de komende jaren tussen 2% en 5% zal liggen. Dat is in principe goed voor aandelen.'

Er was ook een gewetensvraag voor het panel. Mag je als belegger in fossiele energie blijven beleggen? De consensus was dat de sector niet geheel valt uit te sluiten.

Via fossiele energie kwam de geopolitiek ter sprake. Die wordt steeds belangrijker. Van de Velde: 'De VS wil China ontkoppelen van technologische ontwikkelingen. Dat is niet altijd in lijn met Europese belangen.'

Ten slotte stelden Ubbels en Valke de panelleden enkele vragen over het thema van de middag: asset allocatie. Wat moet je de komende drie jaar hebben? Maakt de inmiddels hogere rente obligaties weer aantrekkelijk? De meeste experts waren het erover eens dat aandelen populair blijven. Alleen ABN AMRO blijft onderwogen in aandelen en overwogen in cash. De Boer vertolkte een andere visie: 'Iedereen verwacht een recessie, maar wat als die recessie uitblijft of minder erg is dan verwacht?' ■



Ineke Valke

Senior Investment Strategist,
Wealth Management Partners



Jelte de Boer

Directeur, Optimix
Vermogensbeheer



Rob Brand

Head of Portfolio Management,
Blue Sky Group



Judith Sanders

Sustainable Investment
Strategist, ABN AMRO



Kees van de Velde

Managing Partner, Capital HQ

'We zijn structureel bezorgd over de koers van China.'

Duurzaam beleggen, een 'bumpy ride' voor vermogensbeheerders

In de afgelopen jaren heeft de sector grote stappen gezet bij de implementatie van duurzaamheid in haar beleggingsportefeuilles. Het geleidelijk beschikbaar komen van meer informatie vereist een voortdurende herijking van eerdere beslissingen.

De financiële sector speelt een belangrijke rol in het realiseren van de Nederlandse (en Europese) klimaatdoelstellingen. Uiteraard geldt dit ook voor vermogensbeheerders. De sector is weliswaar geen 'eigenaar' van de toevertrouwde gelden, maar heeft wel een ondersteunende en adviserende taak richting haar klanten. Daarnaast kan de sector een sturende rol vervullen bij de bedrijven waarin zij belegt. Immers, als actieve aandeelhouder kan je invloed uitoefenen op het beleid van de onderneming.

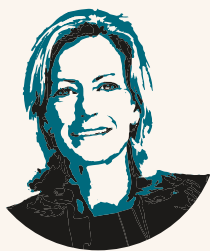
Recent kwam een grote producent van warmtepompen in het nieuws, die bekendmaakte dat warmtepompen een grotere belasting vormen voor het milieu dan eerder gedacht. Dat zou gelden voor zowel de elektronica als het koudemiddel dat wordt gebruikt. De producent vond het, na een grondige analyse van haar eigen waardeketen, van belang om haar bevindingen bekend te maken.

Betekent dit dat een vermogensbeheerder beter niet in warmtepompen had kunnen beleggen? Feit is dat van bedrijven meer en meer wordt verwacht dat zij hun 'voetafdruk' grondig analyseren en hierover rapporteren. Tegelijkertijd verankeren vermogensbeheerders duurzaamheidscriteria sterker in hun beleggingsproces. Het beschikbaar komen van de juiste informatie van bedrijven is echter een geleidelijk proces, wat vraagt om een regelmatige herijking van eerdere beslissingen. De warmtepompproducent is hier een goed voorbeeld van. Het laat ook zien dat duurzaam beleggen een 'bumpy ride' is, waarbij beslissingen regelmatig(er) getoetst gaan worden aan nieuwe informatie.

Het omgaan met incomplete data is niet het enige dilemma voor de sector. Aan de afweging tussen risico en rendement is een nieuwe dimensie toegevoegd, die zich richt op de impact op milieu en klimaat. Steeds meer studies wijzen uit dat het meenemen van deze criteria positief uitwerkt op het beleggingsresultaat. Dat hoeft echter niet op korte termijn het geval te zijn. Hoe kijken de eigenaren van het vermogen – de klanten van de sector – naar dit vraagstuk? Dat kan van klant tot klant verschillen. Maar ook internationaal tekenen zich verschillen af in de benadering van duurzaamheid.

Aan de ene kant zien we de nieuwsberichten in Amerika, waar vermogensbeheerders worden gedwongen tot een fiduciaire plicht om maximaal rendement na te streven, zonder rekening te houden met duurzaamheid. Aan de andere kant zien we dat wereldwijd al meer dan 300 asset managers internationale duurzaamheidscommitments hebben getekend, zoals het Net Zero Asset Managers Initiative. Deze Net Zero-initiatieven gaan zelfs verder dan het Nederlandse klimaatcommitment van de financiële sector, dat DUFAS samen met 14 van haar leden heeft ondertekend. De Net Zero-initiatieven vragen bijvoorbeeld om een actieplan voor het uitfaseren van fossiel. Maar ook om een reductie van de aanwezige broeikasgasemissies in de beleggingsportefeuilles én om de inzet deze tot een minimum te beperken én om het resterende saldo te compenseren.

Zeventig procent van de DUFAS leden binnen het Nederlandse commitment heeft zich ook gecommitteerd aan het internationale Net Zero Initiative. Het is een enorme uitdaging om tot Net Zero in 2050 te komen. Dat betekent dat vermogensbeheerders niet stil kunnen blijven zitten en stappen moeten blijven maken op het gebied van duurzaam beleggen. De 'bumpy ride' die de sector daarmee maakt, en het continue herijken van beslissingen, gaan naar verwachting nog regelmatig het nieuws halen. ■



Door **Iris van de Looij**,
Algemeen Directeur
van DUFAS.



Beleggingsfonds als de Messias voor zelfstandige vermogensbeheerders

Het is voor kleine zelfstandige vermogensbeheerders vrijwel onmogelijk geworden om hun klanten zorgeloos te begeleiden naar vermogensbehoud of vermogensgroei. In de laatste vijf jaar bezorgen de toenemende regelgeving, de afhankelijkheid van depotbanken en de prijsdruk deze groep ondernemers slapeloze nachten. Een beleggingsfonds wordt steeds vaker gezien als de verlosser van het businessmodel.

Door Tom Straver

Depotbanken, zoals InsingerGilissen en BinckBank (nu Saxo Bank), scherpten de controle bij de poort in de afgelopen jaren, al dan niet gedwongen, flink aan. De strengere eisen resulteerden in sommige gevallen in het stopzetten van de dienstverlening of in overnames. Zo stopte DEGIRO in 2018 met het bedienen van professionele klanten en zijn zowel BinckBank als InsingerGillissen overgenomen door concurrenten.

Afgaande op de berichten over problemen met migraties en het tijdelijk niet accepteren van nieuwe klanten, lijken de overnames allerminst vlekkeloos te verlopen.

Een ongelukkig huwelijk met de depotbank

Zelfstandige vermogensbeheerders zijn sterk afhankelijk van de diensten van hun depotbank, omdat iedere klant er een eigen rekening moet aanhouden. De gemiddelde vermogensbeheerder, die in de meeste gevallen een beperkte bedrijfsgrootte kent, heeft moeite met de toenemende compliancevereisten. Daarbij lijkt de service vanuit de depotbank steeds verder af te nemen, waardoor de ondernemer steeds meer alleen komt te staan in het overwinnen van deze uitdagingen.

Toch wordt in veel gevallen besloten om de klanten niet over te brengen naar een andere partij. Waar vroeger een beleggingsrekening binnen een paar dagen geopend was, duurt dit nu vaak langer dan een maand, met veel frustraties bij de klant als gevolg. Om deze reden vindt men een overdracht naar een andere depotbank een te groot ondernemingsrisico. Bovendien is het landschap van depotbanken in Nederland een stuk schraller geworden.

Zorgen om toekomstbestendigheid van business model

‘Tijd voor ondernemen en beleggen is verleden tijd, compliance is mijn dagelijkse focus’, is een veel gehoorde zucht vanuit de hoek van zelfstandige vermogensbeheerders. De marges worden kleiner en een dienstverlening die de klant volledig ontzorgt is een uitdaging. Om deze redenen kwam er een consolidatieslag onder vermogensbeheerders op gang en hebben al vele kleine vermogensbeheerders hun bedrijf verkocht. Andere partijen zoeken naar een alternatieve oplossing voor een herzien businessmodel.

Van vermogensbeheer naar fondsbeheer

Naast de consolidatieslag is een nieuwe

‘Steeds meer vermogensbeheerders kiezen voor een extra of geheel nieuw businessmodel in de vorm van een beleggingsfonds.’

trend ontstaan. Steeds meer vermogensbeheerders kiezen voor een extra of geheel nieuw businessmodel in de vorm van een beleggingsfonds. Waar bij vermogensbeheer voor iedere klant een individuele rekening wordt geopend, is een beleggingsfonds een collectief van vermogens dat samenkomt op één beleggingsrekening. Dit heeft het voordeel dat een fondsbeheerder gemakkelijker rekeningen bij verschillende partijen kan openen voor de uitvoering van het beleggingsbeleid. De afhankelijkheid van een depotbank of broker wordt hiermee significant minder. Zo hoeven de eindbeleggers geen rekening meer aan te houden bij een depotbank en is de administratie gecentraliseerd. Klanten doorlopen eenmalig een inschrijfproces bij het beleggingsfonds zelf.

Maatwerk binnen een fonds

Veel vermogensbeheerders hebben in het verleden afgezien van een fondsstructuur wegens de standaardallocatie die een beleggingsfonds kent en het ‘abstracte’ karakter ervan. Dit wordt tegenwoordig opgelost door meerdere subfondsen op te richten, waarmee de allocatie per belegger op het gewenste risicoprofiel kan worden afgestemd. Zo kan een offensieve belegger bijvoorbeeld een grotere allocatie krijgen naar het aandelenfonds en een relatief kleinere allocatie naar het vastrentende fonds. Deze deelnames worden geaggregeerd in moderne inlogomgevingen waar eindbeleggers een gepersonaliseerd en geconsolideerd inzicht krijgen in hun investering. Hiermee is de investeringsbeleving bij de klant in lijn gebracht met dat van klassiek vermogensbeheer, maar zijn de kosten en operationele uitvoering voor de beheerder een stuk aantrekkelijker.

Geen MiFID-II van toepassing

Beheerders van beleggingsfondsen vallen niet onder de vereisten van MiFID-II, de Europese wet die veel eisen stelt aan het

bepalen van de kennis, ervaring en risicobereidheid van een eindbelegger. Vermogensbeheerders moeten een waslijst aan vragen stellen om dit te beoordelen, voordat zij diensten aan hun klant mogen leveren. Bij een beleggingsfonds is dit niet nodig. Hier wordt het risicoprofiel op fondsniveau bepaald vanuit de zogenaamde PRIIPS-verordening. Beleggers gaan akkoord met het gekozen risicoprofiel bij toetreding. Net als een vermogensbeheerder, vallen beheerders van beleggingsfondsen wél volledig onder de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en de Sanctiewet. Dit vereist onder meer dat onderzoek moet worden gedaan naar de herkomst van het vermogen van eindbeleggers.

Lichtere regelgeving in de vorm van het AIFMD ‘light’ regime

Beleggingsfondsen zijn onderhevig aan de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD). Deze Europese richtlijn brengt een vergelijkbare omvang aan verplichtingen met zich mee als MiFID-II. Verlang je echter minimaal € 100.000 per investeerder? Dan kom je tot € 100 miljoen aan beheerd vermogen in aanmerking voor het AIFMD ‘light’ regime. Een beleggingsfonds hoeft dan enkel geregistreerd te worden en is vrijgesteld van de eisen uit de Wet financieel toezicht (Wft). Hiermee zijn regels zoals de eigenvermogenseis, een externe bewaarder en de toetsing op geschiktheid en betrouwbaarheid niet van toepassing.

Het feit dat er op dit moment 718 geregistreerde beheerders en 108 beheerders met een volledige vergunning zijn, geeft aan dat de meerderheid actief is onder deze ‘lichtere’ variant.

Lagere kosten

Het opstarten van een beleggingsfonds onder het registratieregime neemt ongeveer drie maanden in beslag en kost in totaal tussen de € 20.000 en € 30.000. Gezien de lichtere compliancevereisten en de operationele efficiëntie, is het verschil echter voornamelijk te merken in de doorlopende kosten, terwijl in de meeste gevallen de inkomsten wel gelijk kunnen blijven. Daar komt bij dat collectief vermogensbeheer vrijgesteld is van btw. Dit bespaart de investeerder in een fonds 21% ten opzichte van de beheervergoeding bij klassiek vermogensbeheer. Deze verlosser brengt dus minder administratieve complexiteit en betere marges in het businessmodel. ■



Tom Straver

Owner & Co-Founder, AssetCare

IN HET KORT

Zelfstandige vermogensbeheerders zijn sterk afhankelijk van hun depotbank en hebben moeite met de toenemende compliancevereisten.

Beleggingsfondsen verminderen de afhankelijkheid van depotbanken, omdat fondsbeheerders rekeningen bij verschillende partijen kunnen openen.

Beleggingsfondsen bieden de mogelijkheid meerdere subfondsen op te richten, zodat de allocatie per belegger op het gewenste risicoprofiel kan worden afgestemd.

Op beleggingsfondsen is geen MiFID-II van toepassing, ze komen in aanmerking voor een AIFMD ‘light’ regime en de kosten zijn lager.



How to keep up with the fast evolving investment landscape

To be where the industry comes to skill, upskill, and reskill: the mission of the CFA Institute sounds clear-cut. The challenges our industry faces are anything but. So how should we deal with AI, workforce retention, diversity, inclusion, ESG, and the learning needs of the industry's professionals? We asked CFA Institute's President and CEO, Margaret Franklin.

By *Jolanda de Groot*

You recently participated in a C-suite roundtable on Diversity, Equity, and Inclusion (DEI) in the Netherlands, organized by CFA Society Netherlands. What were your key findings regarding the status and discussions in the Netherlands, in particular compared to your experiences in other parts of the world?

'The roundtable discussions revealed a high level of consensus about the importance of

improving diversity, equity, and inclusion in the investment industry, for all its benefits in attracting and maintaining talent, for better investment outcomes, and to better serve our diverse society. There is a clear understanding that the workforce should be a representation of the end investor, and we aren't there yet. Our main collective challenge isn't only to build our diverse workforce, but to retain talent. Too many talented people join and then leave the industry because the industry is too inflexible, or because they don't find community, or because they don't see the opportunities for how they can progress. By my observation, cultures and countries differ in how they interpret DEI, but there is one similarity: gender. While it's a starting point, for underrepresented groups, focusing on gender diversity alone isn't going to be enough to affect progress.'

Where do you see DEI heading in the (Dutch) investment industry and how can we support the progress to genuine inclusion?

'I see a lot of momentum from industry leaders to make concrete progress on DEI. The ambition is to strive for and integrate principles of equity throughout the business, in behavior, policy and operations. Our own research¹ informs us that successful diversity, equity, and inclusion strategies require distinct components: a leadership that is committed, trained, accountable and with aligned governance structures in place; frequent, informative two-way employee communication; and a DEI action plan that is embedded in the overall business strategy.'

A European working group is collaborating to adapt our Diversity, Equity, and Inclusion Code² for this region, with the Dutch industry well represented. Our DEI Code aims to bring a workable framework that can support and drive DEI work in practice, with the accountability aspect of the DEI Code a critical differentiator to achieve progress.'

Your vision for CFA Institute is to be where the industry comes to skill, upskill, and reskill. How is the organization responding to the changing learning needs of the industry?

'Our Future of Work research³ has found that career paths are becoming more varied and characterized by more career breaks and greater flexibility. The primary influences on career paths are from the technology sector (via fintech) and entrepreneurs (particularly private equity boutiques).

Technical skills are most important at career entry, with soft skills, leadership skills, and T-shaped skills (a combination of deep knowledge in a single domain and wider knowledge in other fields and the ability to connect them) growing in importance over time.

Investment professionals are interested in new skills but are time constrained. We are expanding our suite of professional learning⁴ offerings to enable CFA charterholders, those aspiring to work in the industry, and indeed anyone with an interest, to get up to speed in the fundamentals of the emerging areas and to have those competencies validated. More than 33,000 individuals worldwide have registered for the Certificate in ESG Investing, including individuals in the Netherlands and charterholders who recognize the need to be proficient in newly important knowledge.

For the CFA Program⁵, we've announced six key changes that address how today's candidates learn and which further set candidates up for success in their own roles. For example, candidates now have practical skills modules to teach on the job practical applications of what they will learn in the CFA Program. The race to acquire hands-on practical skills as early as possible has accelerated and this change embraces that.

Also new, CFA Program Level III candidates will be able to select from three specialized pathways: private wealth management, private markets, and the traditional portfolio management path. This enhancement recognizes the increasing breadth of job aspirations for charterholders. All three paths will be in pursuit of one credential: the CFA charter.

Our Investment Foundations Certificate⁶ is for everyone outside of the investment function who wants a better understanding of how the investment industry works. It just relaunched with an entirely refreshed learning experience, with industry firms backing it for their own staff, right out of the gate.⁷

How do you prepare for the continuing impact of AI on the investment industry?

'We believe that artificial intelligence and human intelligence working together will be the best model for financial institutions in the future, and the industry is going to need more people who can operate at the

intersection between investing and technology. However, there's a big skills gap. Only one in four industry professionals with an interest in acquiring AI skills is actively doing so. This needs to move at pace to keep up with the fast evolving investment landscape. In April, we'll be launching a Certificate in Data Science to help investment professionals understand the fundamentals of machine learning techniques and how they are used in the investment process.

Our paper Ethics and Artificial Intelligence in Investment Management: A Framework for Professionals⁷ recognizes that AI in investment management comes with big ethical considerations and these include the integrity of data, the accuracy and validity of models, transparency and interpretability of algorithms, and accountability structures. The paper offers a decision framework to guide the development of responsible AI applications in investment management.⁷

How can we, as an industry, address the complexities of ESG and investing for sustainability?

'It is deeply complex, and we're acutely focused on identifying the obstacles and systemic factors in our industry that run counter to our collective ability to achieve Net Zero goals. That research is underway and will further inform our policies and educational offerings. What we do know is that the proper allocation of capital will be critical. Strong ESG data and disclosures help investors with sustainability mandates to augment flows in the right direction. ESG disclosures, therefore, are key.

When we set out to develop our Global ESG Disclosure Standards for Investment Products, we found overwhelming agreement that confusion exists in the market as it relates to the quality and comparability of information around ESG products. Our ESG Standards ensure transparency and safeguard trust, two values that are integral to our mission. As these disclosures become more widespread, investors will begin making their investment choices based on better, clearer, more comparable information.' ■

1 <https://www.cfainstitute.org/research/industry-research/accelerating-change>

2 <https://www.cfainstitute.org/en/ethics-standards/codes/diversity-equity-inclusion>

3 <https://www.cfainstitute.org/en/research/future-finance/future-of-work>

4 <https://www.cfainstitute.org/en/events/professional-learning>

5 <https://evolve.cfainstitute.org/>

6 <https://investmentfoundations.cfainstitute.org/>

7 https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/industry-research/Ethics-and-Artificial-Intelligence-in-Investment-Management_online.pdf



Margaret Franklin, CFA

President and CEO,
CFA Institute

SUMMARY

The industry's main DEI challenge, besides building a diverse workforce, is to retain talent.

Successful DEI strategies require proper leadership, two-way communication, and a DEI action plan as part of business strategy.

Primary influences on career paths are from the technology sector and entrepreneurs.

Technical skills are most important at career entry. Over time soft skills, leadership skills, and T-shaped skills become important.

Not enough industry professionals are acquiring AI skills, even though they are much needed.

Is there a need for a Chief Liquidity Officer?

Liquidity risk can be more damaging to portfolios than volatility risk. That's why institutional funds need dedicated liquidity management, especially at the overall fund level and over a long horizon.

By Dr. Michelle Teng

We have all been trained to regard return volatility as the main measure of portfolio risk. Relying on well-established multi-factor risk models, VaR models, credit default models and their own hard-earned experience, most institutional fund Chief Investment Officers (CIOs) have a good understanding of their portfolio's ex ante return volatility.

Often, assisting the CIO is a Chief Risk Officer (CRO), dedicated to measuring and monitoring the portfolio's volatility as market conditions change and as new asset types are added to the portfolio. The CRO is also responsible for alerting the CIO whenever portfolio risk guidelines are violated. Some funds consider the CRO's role so important for

'The key question for a CIO is whether their organisation has the skills and clearly defined responsibility to manage the fund's liquidity risk.'



good risk control and fund governance, that the CRO may report directly to the fund's CEO, not the CIO.

Controlling ex ante volatility risk is an effective way – although not guaranteed – to avoid large unexpected negative returns, either negative absolute returns or negative returns versus a benchmark, which are certainly key CIO concerns.

Yet, for long-term institutional investors, volatility risk is rarely life-threatening. Volatility comes and goes. Importantly, volatility events generally don't require that a CIO immediately sell assets to raise cash.

Although volatility events may increase ex ante portfolio volatility estimates, the CIO can usually, if required to return to a risk target, rebalance risk exposures over time and minimise the cost of any rebalancing using liquid derivatives. In the face of volatility spikes, the CIO's worry isn't about raising cash, but being able to ride out the event and avoid a costly rapid port-

folio de-risking that requires selling risky assets usually after the market has already declined.

Consequences of a 'cash spike'

However, there are events that can threaten a fund's survival: a sudden need to raise cash, that is, a 'cash spike'. A CIO unable to meet their cash obligations is faced immediately with an unavoidable and usually distasteful task: portfolio assets must be sold and willing buyers must be found.

While asset volatility could lead to a cash spike, there are other causes of cash spikes that may arise from other areas within or outside the fund. The challenge for the CIO is the integration and management of the fund's overall liquidity risk.

Unlike volatility risk, liquidity risk forces the CIO to make unattractive and costly portfolio decisions. Given the potential greater severity of liquidity risk versus volatility risk, the key question for a CIO is whether their organisation

‘Liquidity management needs a long horizon perspective, much longer than typically required for many asset volatility risk scenarios.’

has the skills and clearly defined responsibility to manage the fund’s liquidity risk.

What makes fund liquidity management distinct from a typical CRO’s portfolio or asset risk orientation? Firstly, it is the need to integrate all aspects of a fund’s liquidity demands and sources: top-down asset allocation, bottom-up private market deal-making activities, and internal and external operations. Secondly, it is the need for a long horizon in a world brimming with large and growing portfolio allocations to illiquid private assets.

A long horizon perspective

To integrate all liquidity demands and sources across the entire fund, liquidity management needs a long horizon perspective, much longer than typically required for many asset volatility risk scenarios. Given the possibility of government policy changes, a fund needs to monitor the liquidity consequences of large external liquidity demands.

For example, some government groups are encouraging plans to bolster retirement outcomes and support national economic growth by embracing illiquid private assets, while – at the same time – other government groups are proposing to give pension owners more ‘pension freedom’ to

access pension assets. Both sets of policies would work to exacerbate fund liquidity risk. These policies should naturally pop up on the radar of the liquidity management team.

CIOs have learned the hard way about the unanticipated consequences of well-intentioned government policies. For example, UK regulators aspiring to minimise funds’ funding volatility encouraged funds to invest in LDI strategies that use leverage to extend asset duration to better match liability duration. However, only a few funds thought through the liquidity implications – massive cash variation margin calls and forced selling of assets – of a gilt sell-off as occurred in September 2022, ironically instigated by the government itself.

Opportunity to enhance performance

Just like a robust traditional risk function will monitor and keep at hand a list of effective hedges against market movements, a best-in-class liquidity management role should identify, evaluate, and keep at-the-ready possible external liquidity facilities. A comprehensive cost-benefit analysis would help the CIO determine whether a particular liquidity facility, and what size, might be useful.

A strong liquidity management role would also quan-

tify the sensitivity of a fund’s liquidity risk in alternative situations – just like what a CRO does for different adverse market scenarios. For example, how would the portfolio’s performance and liquidity risk change with a 10-percentage point higher allocation to private equity? Crucially, a portfolio’s liquidity risk doesn’t necessarily increase linearly with allocations to illiquid assets.

Importantly, high-quality liquidity management can enhance portfolio performance beyond just helping the portfolio avoid liquidity events. Oddly enough, it isn’t uncommon to find that some funds currently have more liquidity than they need, which could be invested elsewhere to enhance expected portfolio returns. A liquidity management team should be able to identify this hidden opportunity cost, measure any excess liquidity and have a plan on how to put it to work.

Given the importance of liquidity management, why don’t we observe many funds with a dedicated liquidity management team, or perhaps even a designated Chief Liquidity Officer? While a new and separate liquidity management role may generate cumbersome organisational overlaps and internal confusions within a fund, the long-term benefits are likely worth any added effort and stress. Ultimately, it is a fund’s decision whether now is the time to either appoint a Chief Liquidity Officer, beef up liquidity management expertise and analytics, or confirm and validate that the existing investment and risk management teams can adequately analyse, monitor, and manage overall fund liquidity. ■



Dr. Michelle Teng

Co-Head of the IAS Private Assets Research program, PGIM

SUMMARY

Given the growth in illiquid asset allocations, good portfolio liquidity management must integrate a fund’s liquidity demands and sources over a long horizon and measure the consequences of large external liquidity demands, especially in adverse markets.

A strong liquidity management role would quantify a fund’s liquidity risk across many scenarios and identify at-the-ready external liquidity facilities.

High-quality liquidity management can enhance portfolio performance by recognizing the opportunity cost of holding too much liquidity.

Het geheim van Beursplein 5

Door Hans Amesz

Dit boek is geen detective, maar een geschiedschrijving van de Amsterdamse effectenbeurs: het turbulente verhaal van vijftig jaar Amsterdamse effectenhandel. Volgens De Waard, scherpzinnig financieel columnist van de Volkskrant, is hier de laatste vijf decennia méér veranderd dan in de vier eeuwen daarvoor. Er wordt anders aangekeken tegen de rol van de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC), het aller-eerste bedrijf met een beursnotering en het bedrijf dat uitgroeide tot 's werelds eerste multinational. En dat niet alleen. De oude handelsmethode van loven en bieden op een fysieke marktplaats is verdwenen. Weg zijn de kleurrijke in kostuum gestoken mannen die in hoeken van de beursvloer 'jepse' riepen. Nu worden aandelen van achter computerschermen verhandeld.

De old boys-organisatie professionaliseerde na een reeks schandalen en crises. Van de voorkenniszaak rond automatiseringsbedrijf HCS en de beursgang van World Online tot de Operatie Clickfonds, waarbij justitie talrijke handelaren, pensioenfondsbeheerders en ondernemers beschuldigde van criminele

handelingen. Wekenlang beheersten invalen en arrestaties het nieuws: de vermenigving van de onderwereld met de bovenwereld leek een feit, zoals Erik van der Walle in NRC schreef. Justitie had zich echter ernstig vergaloppeerd en de zaak bloedde grotendeels dood.

De Waard heeft het allemaal mooi en met veel kennis van zaken opgeschreven. Hij stelt dat Amsterdam in de afgelopen halve eeuw regelmatig vooroplep met de introductie van nieuwe producten als opties op aandelen en vele andere afgeleide producten (derivaten). Nu lijkt de beurs volgens hem weg te kwijnen en de controle over de kapitaalmarkt – die regeringen zou kunnen maken en breken – in buitenlandse handen te raken. Nederland moet zich dat aantrekken. Nu de trend neigt naar deglobalisering, waarbij ook de beurzen zich weer meer op de eigen nationale markten zullen richten, wordt de nutsfunctie van een eigen financiële infrastructuur in de visie van De Waard belangrijker. Een sterke eigen kapitaalmarkt zal veel eerder ten dienste staan van de eigen economie en maatschappij.



Peter de Waard
Het geheim van Beursplein 5
Balans
ISBN: 9789463822459

Van muur tot muur

Door Hans Amesz

De val van de Berlijnse Muur in november 1989 werd gezien als een triomf van het Westen. De democratie had gewonnen en verdere mondialisering zou wereldwijd welvaart en vrede brengen: een nieuwe periode van vrijheid. Maar het liep anders. Dertig jaar later lijkt het zogenaamde gouden tijdperk voorbij. Waar ging het mis? Jonathan Holslag, Hoogleraar Internationale Politiek aan de Vrije Universiteit Brussel, schrijft dat het Westen zijn geopolitieke belangen verwaarloosde door een fixatie op geld en kortetermijnwinst.

De Verenigde Staten en Europa lieten volgens hem na hun industrieën te vernieuwen en te verduurzamen. De productie werd uit kostenoverwegingen uitbesteed aan China. Europa maakte zich afhankelijk van Russisch gas en het mondiale Zuiden werd verwaarloosd, waardoor Europa geconfronteerd werd met sterk groeiende migrantenstromen. Terwijl de westerse hegemonie in de ogen van Holslag ten onder ging aan

groeïend consumentisme en politieke kortzichtigheid, konden China en Rusland zich tegelijkertijd ontwikkelen en steeds meer macht naar zich toe trekken. Regionale mogendheden als Turkije en Saoedi-Arabië drongen de westerse invloed terug om hun belangen assertiever te kunnen verdedigen.

De nieuwe wereldorde was en is extreem fragiel. Er ontstonden conflicten tussen staten onderling en ook binnen staten. De belangrijkste oorzaak van de tegenwoordige onzekerheid is, aldus Holslag, misschien wel dat de krachten die de wereldwijde turbulentie hebben veroorzaakt, nauwelijks worden herkend. Dat betekent volgens hem niet dat we fatalistisch moeten zijn, dat conflicten niet vermeden kunnen worden en dat we niet kunnen streven naar verbetering van de mens. Het is hierbij volgens Holslag cruciaal om nederig te blijven. Dat geldt voor staten, maar ook voor leidende figuren in de diplomatie, het publieke debat en het bedrijfsleven.



Jonathan Holslag
Van muur tot muur
De Bezige Bij
ISBN: 9789403138114

The Big Con

Door Joost van Mierlo

Mariana Mazzucato heeft de afgelopen jaren tal van boeken geschreven waarin ze aanstipt tot welk gebrek aan respect overheden in staat zijn. In dit boek gaat ze een stap verder. Door steeds meer op consultants te vertrouwen, ondermijnt de overheid zichzelf.

En het is niet alleen de overheid die zichzelf dupeert. Hoewel consultants volgens Mariana Mazzucato en Rosie Collington niet verantwoordelijk kunnen worden gehouden voor alle problemen in de hedendaagse samenleving, profiteren ze bovengemiddeld van een financiële wereld die zich steeds meer richt op speculatie, van bedrijven die alleen maar rekening houden met de korte termijn en van een overheid die geen risico meer durft te nemen en zich verschuilt achter de duurbetaalde adviezen van de grote consultancybureaus.

Het boek is gelardeerd met voorbeelden. Een van de meest tot de verbeelding sprekende mislukkingen is die rond het 'Test &

Trace'-programma dat de Britse overheid wilde introduceren. Het meer dan € 40 miljard kostende programma heeft nooit fatsoenlijk gewerkt. Het geld ging op aan dure adviseurs die in sommige gevallen meer dan € 7.000 per dag rekenden 'voor het lezen van elkaars nodeloze e-mails', zoals een van de betrokkenen het omschrijft in het boek.

De oorzaak van het probleem ligt bij het op de korte termijn gerichte marktdenken. De auteurs verfoeien de manier waarop ondernemingen, in plaats van te investeren, geld gebruiken om eigen aandelen in te kopen. Kortzichtiger kan het in hun ogen niet.

Overheden moeten zich opnieuw realiseren dat ze een belangrijke factor zijn in het creëren van maatschappelijke welvaart. Het is een boodschap die Mazzucato herhaaldelijk heeft uitgesproken sinds het succes van haar boek 'De Ondernemende Staat'. Misschien dat er nu wordt geluisterd.



Mariana Mazzucato & Rosie Collington
The Big Con
Allen Lane
ISBN: 9780241573082

The Earth Transformed

Door Joost van Mierlo

De Britse historicus Peter Frankopan verwierf faam met zijn ruim tien jaar geleden verschenen bestseller 'The Silk Roads'. In dat boek werd de wereldgeschiedenis herschreven. De focus lag niet op de Westerse geschiedenis, maar veeleer op Azië en vooral op China en India.

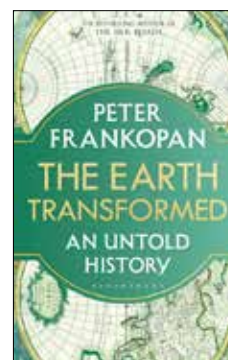
In zijn nieuwste boek wordt de rol van het klimaat op de wereldgeschiedenis beschreven. De notie dat het einde der tijden nadert als gevolg van klimaatverandering, hoe serieus ook, is volgens Frankopan niet nieuw. Door de eeuwen heen hebben volkeren voortdurend te maken gehad met de schadelijke gevolgen van veranderingen in de weersomstandigheden. En dan hebben we het alleen nog maar over de fractie van de wereldgeschiedenis waarin mensen deel uitmaken van het leven op aarde.

Ook in dit boek zwerft Frankopan over de hele wereld. Het gebeurt niet zelden dat een vulkaanuitbarsting in de Middellandse Zee in dezelfde alinea wordt gevolgd door een vergelijkbare uitbarsting, in ongeveer dezelfde

periode in bijvoorbeeld Mexico, waarna de lezer nog snel wordt meegenomen naar uitstapjes in de Andes en Midden-China.

Het historische perspectief maakt duidelijk dat verschillende volkeren op verschillende wijzen reageerden op de constante uitdagingen die het klimaat te bieden had. Het is volgens Frankopan bijna onmogelijk om precies te voorspellen wat de gevolgen zullen zijn van de huidige uitdaging: de opwarming van de aarde.

Wel duidelijk is dat het vooral de armere delen van de wereld zullen zijn die de meest nadelige gevolgen zullen ondervinden. Maar het onderschatten van de klimaatproblemen is zeker niet een exclusieve benadering voor degenen die zich feitelijk geen pasklare oplossingen kunnen veroorloven. Als historicus waagt Frankopan zich niet aan voorspellingen. De aaneenschakeling van historische mislukkingen die hij beschrijft, maakt echter duidelijk dat er geen enkele reden is om te denken dat het nu wel goed zal komen.



Peter Frankopan
The Earth Transformed
Bloomsbury
ISBN: 9781526622563

Vertrouwen in banken komt te voet en gaat te paard

Een bank kan volgens de prudentiële regels gezond zijn, maar als cliënten massaal hun geld opnemen, kan zij toch omvallen. Vertrouwen bij cliënten is cruciaal om een bankrun te voorkomen.

Bij het schrijven van deze column (halverwege maart) bleken banken wereldwijd toch minder robuust dan lange tijd gedacht. Nadat eerst Silicon Valley Bank (SVB) en Signature Bank omvielen, moesten First Republic en Credit Suisse worden gered. Bij SVB en Signature Bank werd het bestuur overgenomen door de FDIC, de instantie die in de Verenigde Staten is belast met de uitvoering van het depositogarantiestelsel, die toezegde dat alle bij deze banken aangehouden deposito's zouden worden gegarandeerd, ook voor bedragen boven de voor het Amerikaanse depositogarantiestelsel geldende grens van \$ 250.000. First Republic kreeg noodleningen van JP Morgan en enkele andere grote banken. Credit Suisse kreeg een noodlening van de Zwitserse centrale bank en is vervolgens overgenomen door UBS. Op die manier leken de toezichthoudende autoriteiten erin te zijn geslaagd om de geest weer terug in de fles te krijgen. Toch is er sindsdien weer discussie over de vraag of hogere buffers noodzakelijk zijn en of cliënten van falende banken voldoende bescherming genieten.

Een bank moet over een minimumbedrag aan eigen vermogen beschikken en aan zekere solvabiliteitseisen voldoen. Daarnaast gelden er voor een bank bepaalde liquiditeitseisen. Deze moeten bewerkstelligen dat de bank over voldoende liquide middelen beschikt om aan haar directe betalingsverplichtingen te voldoen. Als echter sprake is van een bankrun en alle cliënten tegelijk hun geld opvragen, is de kans groot dat de bank niet aan deze verplichtingen kan voldoen en omvalt. Bij

een bankrun moet de bank binnen korte tijd ook langlopende leningen en beleggingen te gelde maken. Mogelijk zijn deze leningen niet opeisbaar, vindt zij daarvoor geen kopers, of ontvangt zij een te lage prijs. Zo had SVB de bij haar geplaatste deposito's belegd in laagrentende staatsobligaties, die door de stijgende rente op de kapitaalmarkt in waarde waren gedaald en die SVB daarom met verlies moest verkopen. Als het vertrouwen in één bank verdwijnt, kan dat een olievlekwerking hebben en kan het vertrouwen in andere banken of in de hele sector worden aangetast. Dan hebben we (weer) een bankencrisis.

Een bank kan volgens de toepasselijke prudentiële regels volstrekt gezond zijn. Dat neemt niet weg dat zij alsnog zal (kunnen) omvallen als alle cliënten tegelijk hun geld opvragen. Het vertrouwen bij cliënten dat hun geld veilig is, is dan ook cruciaal om een bankrun te voorkomen. Hogere buffers en een resolutieregime dragen daar zeker aan bij. Belangrijker is echter een depositogarantiestelsel. In de EU worden depositanten onder het depositogarantiestelsel beschermd tot maximaal € 100.000 per deposant. Hogere bedragen zijn niet gedekt. Ook deposito's aangehouden door banken en bepaalde andere financiële marktpartijen zijn niet gedekt. Het lijkt mij van belang om, in navolging van de FDIC, in de EU ook tegoeden groter dan € 100.000 te garanderen, althans waar het tegoeden van andere partijen dan financiële marktpartijen betreft. Er is dan voor deze cliënten geen incentive meer om hun geld op te vragen bij twijfel aan de goedheid van de bank. Dat is ook niet onredelijk, omdat deze cliënten geen inzicht zullen hebben in de financiële positie van hun bank en zij in de regel ook geen hoge rentevergoeding ontvangen die wellicht als een risicopremie zou kunnen worden beschouwd. ■



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

Karin Merkus

Van Rabobank Pensioenfonds naar Goldman Sachs Asset Management



1996
MSc Macro Economie,
Erasmus Universiteit
Rotterdam

1971
Geboren in Berlicum (NB)

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

Erg goed! Een fijne sfeer van samenwerken, een inspirerende internationale omgeving, veel marktkennis, aandacht voor lokale onderwerpen, en de klant staat voorop.

U begon uw professionele carrière bij Van Lanschot. Wat heeft u daar gedaan?

Bij Van Lanschot beheerde ik het vermogen van particulieren van € 1 miljoen plus. Mijn werkzaamheden omvatten klantgesprekken, het zelf inleggen van orders en complexe derivatenconstructies. Daarnaast produceerde ik de dagelijkse marktupdate. Hier leerde ik de werking (en met enige regelmaat de irrationaliteit) van de financiële markten kennen. En dat het risico-profiel de basis is van elke passende beleggingsportefeuille, wat voor particulieren zelf best lastig in te schatten is. Waardevolle kennis die ik in het toekomstig

pensioenstelsel zeker blijf inzetten.

Daarna heeft u in diverse functies gewerkt voor enkele pensioenfondsen, het meest recent als CIO bij Rabobank Pensioenfonds. Welke kennis heeft u in die posities opgedaan?

Beleggen voor pensioenfondsen is geheel anders, en ook complexer, dan beleggen voor particulieren. De benodigde kennis om bestuurder te zijn had ik grotendeels opgedaan in de jaren daarvoor, als Investment Consultant bij Watson Wyatt en Sprengels & Verschuren. Het is uitdagend om als CIO een veranderstrategie te bedenken, richting te geven en bij te sturen waar nodig. Ook heb ik ervaren hoe belangrijk het is om als CIO een klankbord te hebben binnen je bestuursbureau en bij de asset manager.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Goldman Sachs Asset Management (GSAM)?

Ik kende GSAM al heel lang. In oktober 2022 kwam ik met hen in gesprek over mijn huidige rol. Ik sprak onze Global Head of Fiduciary Management in New York en meerdere collega's in Den Haag. Het klikte meteen. Zowel de strategie en richting alsook de bedrijfswaarden zijn mij heel helder.

Op welk vlak kunt u al uw expertise gebruiken als Senior Client Advisor Multi Asset Solutions bij GSAM?
Ik heb mij altijd vanuit ver-

schillende invalshoeken beziggehouden met beleggingsvraagstukken voor pensioenfondsen. Als consultant, maar ook als bestuurder van een groot bedrijfstakpensioenfonds en een ondernemingspensioenfonds. Ik kan mij daarom goed inleven in onze klanten.

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

Zeker! Anders had ik het niet gedaan. Ik heb er bewust voor gekozen om weer nieuwe dingen te leren, in een andere omgeving waar ik verder kan groeien. Hetzelfde vak beoefenen, aan de andere kant van de tafel. Twee verschillende perspectieven bij elkaar, in een klimaat van teamwork.

Wat verwacht u bij GSAM te bereiken?

Dat we onze klanten helpen aan oplossingen voor de uitdagingen waarvoor zij staan. En dat ik hieraan een bijdrage kan leveren door mijn ervaring, maar misschien nog wel meer door mijn onafhankelijke denken. Goldman Sachs Asset Management heeft een breed scala aan kennis en oplossingen en is een meedenkend strategisch partner. Ik wil de Nederlandse klant daartoe graag toegang geven.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Mijn ouders waren allebei arts. Zij zetten zich in voor de gezondheid van mensen. Ik zet mij graag in voor de financiële gezondheid van mensen. Tel daarbij op mijn eeuwige interesse in wis-kunde en macro-economie. Ik wil altijd iets doen dat ingewikkeld is en waarvan ik leer, op een plek waar wordt samengewerkt en waar ik van toegevoegde waarde ben. Mijn huidige omgeving biedt die ruimte. ■

Arjen Jonk

is benoemd tot Hoofd Nederland en België van DWS.

Jan Bonenkamp

is aangesteld als Teammanager ALM bij APG Asset Management.

Patrick Klijnsmit

wordt de nieuwe Directeur van a.s.r vermogensbeheer.

Marie-Laurence van der Steen

is aangetreden in de Raad van Toezicht van PFZW.

Richard Devue

is begonnen als Niet-Uitvoerend Bestuurder bij Bpf Banden- en Wielbranche.

Johan Lubbers

is benoemd tot Senior Performance Analyst bij Blue Sky Group.

René Weitering

is begonnen als Manager Fund Support bij InsingerGilissen.

Eric Rutgers

is benoemd tot Niet-uitvoerend Bestuurder van Pensioenfondsen PNO Media.

Hans Vermeeren

is aangesteld als Head of Asset Management Germany & CEE bij PATRIZIA.

Ilse Scholtens

is benoemd tot ESG & Sustainability Advisor bij Pensioenfondsen Horeca & Catering.

Jeremy van der Laan

is begonnen als Consultant bij AF Advisors.

Jovan Ponsioen

gaat aan de slag als Sales Director Benelux bij Sustainalytics.

Loek Sibbing

is benoemd tot Onafhankelijk Voorzitter van het Algemeen Bestuur van ABP.

Anna de Jong-Wakley

is toetreden tot het bestuur van PGIM Netherlands.

Edwin Lambregts

is aangesteld als Director bij AethiQs.

Martin van Rijn

is benoemd tot Voorzitter van de Raad van Commissarissen van DNB.

Jolien de Jongh

is benoemd tot ESG-Manager Vastgoed bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance.

Astrid Gombert

is aangesteld als Global Head Credit Risk Wholesale & Rural bij Rabobank.

Jeroen Kakebeeke

is begonnen als Policy Advisor Investments bij Pensioenfondsen PNO Media.

Martijn Olthof

gaat aan de slag als Expert Portfolio Manager ANET bij APG Asset Management.

Arnold Zaal

is benoemd tot Portfolio Manager bij Wealth Management Partners.

Jelle Ritzerveld

is aangesteld als CRIO bij Anthos Fund & Asset Management.

Maureen van Wijk

is begonnen als Analist bij AF Advisors.

Han van Rhee

is begonnen als Senior Beleggingsanalist bij Bustelberg Vermogensbeheer.

**Jack Jonk**

is benoemd tot Uitvoerend Bestuurder van Rabobank Pensioenfondsen.

Mirjam Breekelmans

wordt per 1 mei benoemd tot Directeur van Achmea Pensioenservices.

Matthijs Bons

is aangesteld als Executive Director Macro Rates Sales bij UBS.

Kitty de Heiden

begint in mei als Directeur Personal & Private Banking bij Triodos Bank.

Sander Luijendijk

is aangetreden als Beheerder bij Hoofbosch Beleggingsfondsen.

Anne Scott

is benoemd tot Global Climate Solutions Lead bij Aegon Asset Management.

Harm Bots

is benoemd tot Head of EU bij MUFG Bank.

Martin Stolker

is benoemd tot plaatsvervangend CIO van ABN AMRO Investment Solutions.

Kim Haasbroek

is toetreden tot het bestuur van PFZW.

Melchert van Boheemen

is aangesteld als Portfolio Construction Manager Investment Office bij Rabobank.

Henk Jan van Zoelen

gaat aan de slag als Portfolio Manager Asset Allocation & Overlay bij Blue Sky Group.

Sander de Groot en Qing Yang

zijn als respectievelijk Portfolio Manager Equities & Fixed Income en Junior Investment Manager ODD begonnen bij Aegon Asset Management.

Ralph Hendriks

is aangesteld als Head of Wealth Management Clients Netherlands bij ABN AMRO MeesPierson.

Michiel Breeschoten

gaat aan de slag als Product Marketeer bij Cardano.

Rob Goutman

is als CFRO en Partner toetreden tot Wealth Management Partners.

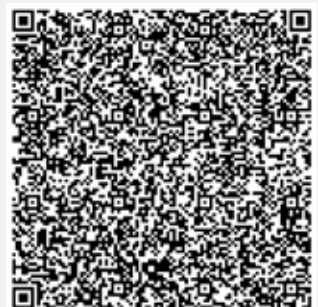
Evelien Alblas

versterkt het team van Dufas als Manager EU Regulatory & Public Affairs.

Robbin van Cadsand

is benoemd tot Head of Client Service Management Netherlands bij BNP Paribas.

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



Seminar 'Beleggen in China & Emerging Markets'

Datum: 30 mei 2023 – 14.00-17.00 uur

Locatie: De Burcht, Amsterdam

Waar liggen op dit moment de grootste beleggingskansen in China & Emerging Markets? Welke Emerging Markets bieden de beste groeimogelijkheden? Wat zijn de belangrijkste risico's?

Welke impact heeft de geopolitiek op de beleggingskansen in China & Emerging Markets? Kunnen China en Emerging Markets zich succesvol onttrekken aan het monetaire beleid in Europa en de VS? Wat zijn de vooruitzichten voor EMD hard currency versus EMD local currency? En voor de renminbi?

Deze en andere actuele vragen staan centraal tijdens het educatieve seminar '**Beleggen in China & Emerging Markets**' op **dinsdagmiddag 30 mei** van **14:00-17:00 uur** in Amsterdam, onder leiding van dagvoorzitter **Volkert de Klerk**, CIO van Roots Investments.

Diverse sprekers zullen hun visie delen, waaronder:

- **Ashish Chugh**, Vice-President, Portfolio Manager, Loomis, Sayles & Company (an affiliate of Natixis Investment Managers)
- **Thijs Jochems**, Strategic Investment Advisor
- **Catriona Macnair**, Investment Director - Global Emerging Markets Equities, abrdn
- **Tom Niemans**, Executive Director Alternative Investments and Manager Selection, Goldman Sachs Asset Management
- **Rob van Oostveen**, CEO en Chief Investment Officer, Janivo Vermogensbeheer
- **Martijn Rozemuller**, CEO Europe, VanEck
- **Ramon Tol**, Fund Manager Equities, Blue Sky Group
- **Catherine Yeung**, Investment Director, Asia Pacific ex-Japan equity, Fidelity International

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij een family office.

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl/seminar-30-05-2023



In samenwerking met:



Access the opportunities.



BEFORE



**DIG
IN**



AFTER

LET'S COOL DOWN THE PLANET TOGETHER

Justdiggit is on a mission to cool down the planet by **regreening** dry land in Africa. Justdiggit's restoration projects have a positive impact on climate, nature and people. Did you know that nature-based solutions can provide up to **37 percent** of the emission reductions needed by 2030 to keep global temperature rise under 2°C? Justdiggit uses communication, media and (mobile) technology to inspire and activate the farmers and their communities to restore their land,

but also to regreen the hearts and minds of people around the world. To date Justdiggit has restored **60,000 hectares** of degraded land and brought back **8 million trees**. Justdiggit is a proud partner of the UN Decade on Ecosystem Restoration 2021-2030. Our goal is to regreen Africa in the coming 10 years, together with all **350 million farmers**, and together with you. This is the Decade of Doing. **Dig in.**

JUSTDIGGIT.ORG

COOLING DOWN THE PLANET



UNITED NATIONS DECADE ON
**ECOSYSTEM
RESTORATION**
2021-2030