

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

GLOBALISERING MAAKT PLAATS VOOR REGIONALISERING

George Magnus, China Centre van
Oxford University, School of Oriental
and African Studies, Londen

RONDE TAFEL EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE

7 experts aan het woord

PRIVATE MARKETS EN VERZEKERAARS ZIJN EEN GOEDE MATCH

Marieke van Kamp,
NN Group



RONDE TAFEL
Infrastructure Debt



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 Arnesz, Wim Groeneveld, Baart Koster,
 Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Jan Jaap Omvlee,
 Lies van Rijssen en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

Han Dieperink
 Bob Homan
 Mary Pieterse-Bloem
 Jeroen van der Put
 Karin Roeloffs
 Hans de Ruiter

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Hellen Goorse
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Norbert Bol, Vivek Bommi, Maarten Briët, Ronald Bruins, Jaap van der Bijl, Randy Caenen, Gerald Cartigny, Wee Mien Cheung, Diana Choyleva, Angela Davis, Han Dieperink, Iris Dingemans, Christine Fritz, Louis-Vincent Gave, Bruno de Haas, Daan Heijting, Huub Ten Holter, Jason Hsu, Warren Hyland, Thijs Jochems, Jack Julicher, Marieke van Kamp, Indraneel Karlekar, Jasper Koops, Peter Koppers, Bernardo Korenberg, Bouwe Kuik, Gerard van de Kuilen, Jani Kurppa, Andy Langenkamp, Saskia Leonard, Erik Leseman, George Magnus, Barbara Maltha, Jérôme Neyroud, Judith Norbart-ten Hoor, Rob van Oostveen, Paul Oremus, Michiel Pekelharing, Juhamatti Pukka, Pim Rank, Julie Rezac, Richard Roberts, Markus Schaeen, Maureen Schlejen, Ravien Sewtahal, Mark Siezen, Jelena Stamenkova van Rump, Vincent Stap, Peter van den Tol, Guido Verhoef, Marc Vijver, Björn Waltmans, Ruud Weerts en Jeroen Winkelman

FOTOGRAFIE

Mark van den Brink Photography
 Ruben Eshuis Photography
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP

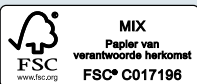
jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Genoeg grilligheid om rekening mee te houden

De beurzen hebben het na een mooie bear market rally in de zomer weer wat moeilijker gekregen. De vraag is: 'Hoe moet het nu verder?' Is er sprake (geweest) van een bear market rally en ligt er een (herfst)dip in het verschiet? Of is al het negatieve nieuws zo langzamerhand wel ingeprijsd?

Wat dat laatste betreft: het lijstje met zorgen voor beleggers is momenteel groot. Onzekerheid over voldoende energieaanvoer voor de winter, Taiwan, hoge inflatie en een strenger monetair beleid in landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, die toch wel erg de toon zetten op de financiële markten, blijven de gemoederen bezighouden.



Veel analisten verwachten daarom vooral meer volatiliteit. En dat is iets waar institutionele beleggers met een hoge mate van rentegevoeligheid niet op zitten te wachten. Niet voor niets kijken veel institutionele beleggers naar private markets, die veel minder blootgesteld zijn aan de grillen van de beurs.

Verzekeraars beleggen bijvoorbeeld relatief veel in private markets. In het coverinterview stelt Marieke van Kamp, Head of Private Markets bij NN Group, dat zij private markets en verzekeraars als een goede match beschouwt. Van Kamp gaat dieper op deze materie in en staat stil bij de manier waarop de juiste managers kunnen worden geselecteerd. Bij de selectie van managers wordt erg gelet op duurzaamheid. Ze hoeven op dit punt niet het meest vooruitstrevend te zijn, maar ze moeten wél de juiste mindset hebben.

Daarnaast besteden we in deze editie veel aandacht aan de verschillende facetten van Real Assets, ook in relatie tot duurzaamheid en klimaatverandering. Uit een door Financial Investigator georganiseerde Ronde Tafel over Infrastructuur Debt blijkt dat de energietransitie aanzienlijk meer investeringen in infrastructuur vereist. Bovendien is infrastructuur interessant omdat de wereld naar alle waarschijnlijkheid in een moeilijke macro-economische omgeving terecht zal komen. Het betreft hier een asset class die behoorlijk resistent en veerkrachtig is.

Tijdens een Ronde Tafel over Emerging Trends in Real Estate worden de vooruitzichten voor vastgoed op de lange termijn belicht. Alle eindbeleggers in vastgoed zijn in de afgelopen jaren gewend geraakt aan hoge rendementen. Die zullen door de economische en politieke ontwikkelingen vooralsnog afnemen, maar het zou onverstandig zijn in paniek te raken en de vastgoedallocatie in één keer naar boven of naar beneden bij te stellen. De vooruitzichten blijven over het brede front goed.

Rusland en de oorlog in Oekraïne verontrusten beleggers, maar als we naar de wat langere termijn kijken, dan zijn de ontwikkelingen in China veel belangrijker. Dat benadrukt econoom George Magnus. Hij geldt als een van de meest vermaarde criticasters van het beleid van de Chinese overheid. Zolang er geen oorlog in Taiwan komt, denkt hij dat westerse bedrijven geen haast zullen maken om te vertrekken uit China. 'Ze doen er wel goed aan om minder afhankelijk te worden van het land.'

Zoals altijd kunt u naast deze verhalen nog een royale verscheidenheid aan andere belangwekkende en inspirerende interviews, artikelen en columns lezen in deze editie.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Geopolitical Turmoil & High Inflation: How to position your portfolio for 2023 and beyond?

**Date: November 10,
 12.30 pm - 5.15 pm**

Venue: Rosarium, Amsterdam

More info & registration:
[financialinvestigator.nl/
 seminar-10-11-2022](http://financialinvestigator.nl/seminar-10-11-2022)



10

Private markets en verzekeraars zijn een goede match

COVERVERHAAL

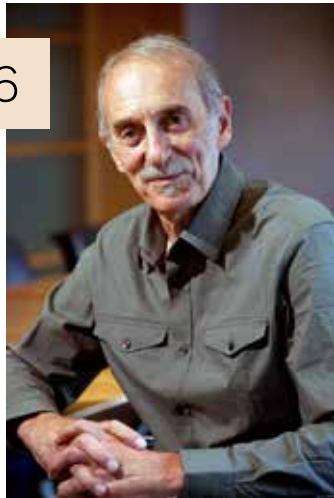
10 Private markets en verzekeraars zijn een goede match, Interview met Marieke van Kamp, NN Group

THEMA REAL ASSETS

- 18 Ronde Tafel Emerging Trends in Real Estate**
- 28 Vooruitzichten voor de woningmarkt: kansen en risico's**, Interview met Jaap van der Bijl, Altera Vastgoed
- 30 Kansen en risico's bij klimaatomslag in vastgoedwereld**, Interview met Bernardo Korenberg, Bouwinvest
- 34 Private Real Estate: de grootste beleggings-categorie ter wereld**
- 38 De SFDR is een grote stap vooruit, maar er is nog veel te doen**, Interview met Christine Fritz, PGIM Real Estate
- 40 Sterk verbeterde fundamentals retailvastgoed bieden kansen**, Syntrus Achmea Real Estate & Finance
- 42 Panelverslag 'Hoe kunnen Real Assets bijdragen aan de Road to Net Zero?'**
- 46 Inflation and Real Estate in Europe: Hope for investors, but with caveats**, Principal Real Estate
- 48 European Venture Capital attracting increasingly more attention**, Interview met Björn Waltmans, Wilshire
- 50 Democratisering van private beleggingen – nieuwe kans voor ELTIFs?**, Simmons & Simmons
- 52 Door de bomen het bos zien**, Interview met Angela Davis, Campbell Global (de bosbouw-beleggingstak van J.P. Morgan Asset Management)
- 56 Direct lending kan de vergroening versnellen**, Interview met Bouwe Kuik en Jasper Koops, Dynamic Credit (onderdeel van BNP Paribas Asset Management)
- 60 Ronde Tafel Infrastructure Debt**

6

Globalisering maakt plaats voor regionalisering



WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 Globalisering maakt plaats voor regionalisering**, Interview met George Magnus, China Centre van Oxford University en de School of Oriental and African Studies in Londen
- 14 Een bedrijf moet een ziel hebben**, Interview met Jack Julicher, a.s.r. en a.s.r. vermogensbeheer
- 68 Inflatie en de pensioenportefeuille**, Mercer Nederland
- 70 Aanpassing van het beleggingsproces onder het solidaire contract**, Rik Albrecht en Gerard van de Kuilen
- 72 Decarbonisation: it's all in the details**, Interview met Jelena Stamenkova van Rump, Anthos Fund & Asset Management
- 74 Disruptive technology: more relevant than ever**, Goldman Sachs Asset Management

S Gesponsord



18

Ronde Tafel Emerging Trends in Real Estate

- 76 De energietransitie: van democratie naar Xi-cratie?,** Thijs Jochems
- 78 Investment opportunities for insurers in a turbulent market environment,** Interview met Vivek Bommi en Richard Roberts, AllianceBernstein
- 82 Nordics outlook for the second half of 2022,** Evli Fund Management Company
- 84 Operational Due Diligence vraagt om diversiteit en maatwerk,** AF Advisors
- 86 Het opzetten van een family office,** Rob van Oostveen en Daan Heijting
- 88 Panelverslag ‘Beleggen in China’**

COLUMNS

- 27 IVBN:** Klimaatplannen staan niet los van andere overheidsdoelen
- 37 Han Dieperink:** Inflatie doodsteek voor huidige pensioenstelsel
- 55 CFA Society VBA Netherlands:** Hulde voor Vettel!
- 59 Pim Rank:** Terugvordering van girale betaling door curator: eenvoudig is anders
- 67 Bruno de Haas:** Het verschil tussen groen en duurzaam
- 94 Andy Langenkamp:** Wen er maar aan

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 92** Boeken
- 95** On the move special: **Maureen Schlejen**
- 96** On the move kort

EVENTS KALENDER

Ronde Tafels komende periode:

- 23 september:** Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel
- 3 oktober:** Where to find yield in Private Debt Markets?
- 14 oktober:** Renewables
- 3 november:** Sustainable ETFs

Seminars komende periode:

- 4 oktober:** Actuele Ontwikkelingen in Vermogensbeheer voor Verzekeraars
- 31 oktober:** The Road to Net Zero voor Pensioenfondsen
- 10 november:** Geopolitical turmoil & high inflation: How to position your portfolio for 2023 and beyond?
- 17 november:** Private Markets voor Family Offices



42

Paneldiscussie ‘Hoe kunnen Real Assets bijdragen aan de Road to Net Zero?’



Ronde Tafel
Infrastructure
Debt

60



88

Paneldiscussie
‘Beleggen in China’

PIMCO

Einde negatieve rente verbetert rendementspotentieel kortlopende obligaties Europa

Nu de Europese Centrale Bank de negatieve beleidsrente achter zich laat, zouden beleggers Europese obligaties met een korte looptijd kunnen overwegen. Die bieden een hoger rendementspotentieel dan traditionele beleggingen in cash tegen een bescheiden risicoverhoging, schrijft Konstantin Veit, Portfoliomanager bij Pimco.

Aanhoudend lage en zelfs negatieve rentes hebben Europese beleggers de afgelopen jaren ertoe aangezet meer risico te nemen, enerzijds door te kiezen voor langere duration in de portefeuille en anderzijds door te kijken naar obligaties van een lagere kwaliteit.

Maar Veit meent dat beleggers tegenwoordig weer beter gecomp-

seerd worden voor het risico dat ze nemen. 'Ruimere creditspreads en de herwaardering van de hogere beleidsrente van de ECB door zwakke groeivoorzichten hebben gezorgd voor een veelbelovende omgeving, waar betere rendementen gehaald kunnen worden, zonder extra risico's te nemen.'

Nog maar een jaar geleden, toen het einde van de obligatieaankopen door de ECB nog niet in zicht was en een renteverhoging nog ver weg leek, moesten beleggers ongeveer 6,4 jaar duration en spreadrisico nemen om een totale carry van 0,5% op hun beleggingen te realiseren. Nu is dat cijfer aanzienlijk veranderd en ligt het dichterbij 0,6 jaar duration en spreadrisico.

Actief beheer is volgens Veit in deze tijden een must. 'We verwachten een heel ander macro-economisch klimaat dan in het recente verleden, vooral in vergelijking met de periode vóór de pandemie. Wij zullen waarschijnlijk kortere macro-economische cycli en cycli op de financiële markten zien met meer afwijkingen tussen landen, hetgeen voor beleggers leidt tot een aanzienlijk uitdagender omgeving.'

Met strategieën voor een korte looptijd kunnen beleggers diverse uitdagingen aangaan, variërend van het streven naar een hoger rendement dan bij traditionele beleggingen in cash tegen een bescheiden risicoverhoging, tot het verlagen van markt- en gevoeligheid voor stijgende rentes.

DE PRIORITEITEN VAN

Marc Vijver

1 MVO/MVB: verantwoord ondernemen en verantwoord beleggen worden het basisuitgangspunt. Implementeren blijft taai. Mijn visie: veranderen kan alleen als je daarmee ook geld verdient. Voor veel bedrijven is dit een lastige combi. Ik wil op dit punt mijn bijdrage leveren.

2 Beleggen in een nieuwe wereld(orde): de kans is aanzienlijk dat de Derde Wereldoorlog al is begonnen. De afhankelijkheid van olie wordt ingewisseld voor die van

zeldzame aardmetalen, dus van China. Europa zal haar rol als onafhankelijke derde tussen de VS en China moeten pakken, met grote gevolgen voor internationale beleggingen.

3 Het nieuwe pensioenstelsel: voor de pensioenen is de keus gemaakt voor 'minder zeker' in plaats van 'zeker minder'. Dat schept ruimte om beleggingen anders in te richten. Gecombineerd met bovenstaande punten is dit een mooie uitdaging.



Marc Vijver is adviseur, bestuurder, toezichhouder. In het bedrijfsleven en bij pensioenfondsen. Hij houdt van uitdaging en afwisseling, met beleggingen als voorname invalshoek. Logisch voor een derivatenspecialist/vermogensbeheerder.

Delen Private Bank neemt Groenstate Vermogensbeheer over

Delen Private Bank versterkt haar positie in de Nederlandse markt met de overname van Groenstate Vermogensbeheer, sinds 1999 opererend in de regio Twente, met een beheerd vermogen van circa 225 miljoen euro.

Delen betrad in 2016 de Nederlandse markt met de overname van Oyens & Van Eeghen. In 2019 volgde de aansluiting van Nobel Vermogensbeheer.

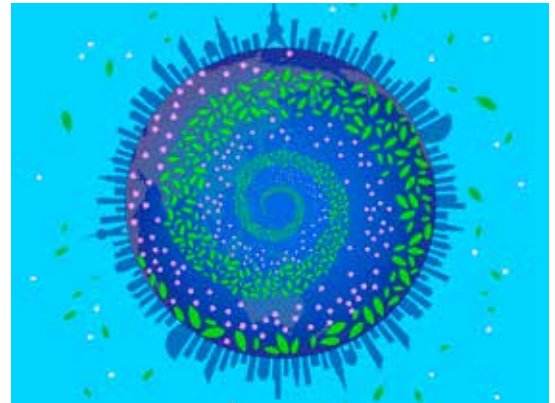
NATIXIS IM

Grote kans op een recessie in tweede helft van het jaar

Na zes maanden van stijgende rentes, inflatie en geopolitieke spanningen, neemt de vrees voor een recessie in 2022 toe. Dit werpt een schaduw over de vooruitzichten voor de wereldeconomieën en -markten in de tweede helft van het jaar.

Uit de resultaten van een halfjaarlijkse enquête onder 34 marktstrategen, portefeuillebeheerders, analisten en economen van Natixis Investment Managers en 15 aan Natixis gelieerde vermogensbeheerders, blijkt dat bijna een kwart (24%) denkt dat een recessie in de tweede helft van 2022 onvermijdelijk is, terwijl 64% aangeeft dat een recessie een reële mogelijkheid is. Negen op de tien voorzien dat het beleid van de centrale banken de komende zes maanden de grootste drijvende kracht achter de markt zal zijn.

De strategen zien de energieprijzen (76%), de voedselprijzen (64%) en de loonstijgingen (61%) als de drie belangrijkste aanjagers van de inflatie. Bijna zes op de tien (58%) denken dat waarde nog minstens een paar maanden beter zal presteren dan groei, terwijl een kwart (24%) verwacht dat waarde nog een paar jaar aan de top zal staan.



SBZ Pensioen selecteert Achmea IM als fiduciair manager

SBZ Pensioen heeft Achmea Investment Management geselecteerd als haar nieuwe fiduciair manager. Achmea Investment Management levert vanaf 1 januari 2023 dienstverlening op het gebied van Strategisch Portefeuilleadvies, LDI-beheer en risicomanagement.

Achmea IM was reeds de operationeel beheerder van de Beschikbarepremieregeling en Netto-pensioenregeling van SBZ Pensioen. Het pensioenfonds heeft er nu voor gekozen om Achmea IM ook aan te stellen als fiduciair manager voor zijn Middelloonregeling. Russell Investments is en blijft de Manager of Managers.

PATRIZIA SE

Dit is het decennium voor infrastructuur

Institutionele beleggers zijn in groten getale van plan de exposure naar infrastructuurbeleggingen te vergroten. Dat blijkt uit een klantenenquête van Patrizia, een wereldwijde investment manager op het gebied van vastgoed en infrastructuur.

Volgens de enquête verwacht 64% procent van de beleggers het aandeel van infrastructuur ten opzichte van andere beleggingscategorieën in de komende vijf jaar te vergroten, waarvan 20% een toename van meer dan 10% voorziet.

Andere bevindingen uit de enquête over infrastructuurinvesteringen zijn onder meer:

- Binnen infrastructuur zijn hernieuwbare energiebronnen de populairste beleggingscategorie. Bijna 80% van de beleggers wil de weging van hernieuwbare energie in hun portefeuille verhogen, waarvan 20% aangeeft de weging met meer dan 10% te willen verhogen.
- Ook nutsbedrijven, vervoer en sociale zorg kunnen op grote belangstelling rekenen. Ongeveer 60% van de beleggers is van plan de weging van deze beleggingscategorieën in de komende vijf jaar (significant) te verhogen.
- Om hun blootstelling uit te vergroten, geven institutionele beleggers de voorkeur aan beleggingen in infrastructuur-aandelen via fondsen (48%) of directe beleggingen (33%). Met alternatieve beleggingsmogelijkheden, zoals fondsen voor beursgenoteerd infrastructuur (10%) of funds-of-funds (6%), lijken ze minder bekend.
- Portefeuillediversificatie (87%) wordt gezien als het belangrijkste voordeel voor beleggingen in infrastructuur, gevolgd door het aantrekkelijke risico-rendementsprofiel (57%), de stabiele, regelmatige rendementen (49%), de bescherming tegen inflatie (34%) en de illiquiditeitspremie (30%).

De groeiende belangstelling van beleggers voor infrastructuur gaat niet ten koste van vastgoedbeleggingen. 60% van de ondervraagden zegt van plan te zijn het aandeel van vastgoed in hun beleggingsportefeuille in de komende vijf jaar te vergroten, waarvan 14% zich op een aanzienlijke toename voorbereidt. De vraag naar vastgoed dat het slimmer maken van steden ondersteunt, onder meer door middel van hernieuwbare energie, transport, logistiek en woningen, blijkt bijzonder groot te zijn.

Globalisering maakt plaats voor regionalisering

China had al vóór 2020 te maken met de meest vijandige houding van andere landen sinds Mao. De gevolgen van de COVID-19-pandemie en de versluisde steun voor Rusland in de oorlog met Oekraïne hebben die alleen maar versterkt.

Door Joost van Mierlo

George Magnus, onafhankelijk econoom, commentator en onderzoeker, verbonden aan het China Centre van Oxford University en aan de School of Oriental and African Studies in Londen, geldt als een van de meest vermaarde criticasters van het beleid van de Chinese overheid. In zijn boek 'Red Flags' maakt Magnus duidelijk dat het land de eigen ambities waarschijnlijk niet kan waarmaken. De op het oog eindeloze investeringen van de overheid in staats-bedrijven en in de financiële sector zijn volgens hem eenvoudigweg niet langer houdbaar.

De situatie is er sinds het verschijnen van zijn boek niet beter op geworden. Het wil de Chinezen maar niet lukken om aan het spook van de COVID-19-pandemie te ontsnappen. En met China's steun voor het Russische regime in de oorlog met Oekraïne wordt het Westen nog voorzichtiger in zijn betrekkingen met het land.

De kritiek van Magnus op China wordt overal serieus genomen. Als hoofdeconoom van de Zwitserse zakenbank UBS hield hij bijna twintig jaar lang een vinger aan de pols van de wereldeconomie. Hij was een van de eersten die het gevaar onderkenden van de wildgroei aan hypotheek-producten in de Verenigde Staten, het probleem dat de wereldwijde kredietcrisis in 2008 inluidde.

Magnus heeft altijd al een warme belangstelling gehad voor de ontwikkelingen in China en bezocht het land tientallen malen. Hij heeft China de afgelopen jaren zien veranderen. De ogenschijnlijk vanzelfsprekende groei van de laatste decennia is volgens hem niet langer vol te houden. Dit zorgt voor tal van problemen.

De aandacht in het Westen gaat de laatste maanden vooral uit naar Rusland en de oorlog in Oekraïne. Is dat terecht?

'Het valt natuurlijk niet te ontkennen dat de oorlog in Oekraïne, nog los van het menselijk drama, grote gevolgen heeft voor de wereld. En dan met name voor Europa. De oplopende energie- en voedselprijzen zijn hier een goed voorbeeld van. De oorlog scherpt ook de discussie over democratieën en het gebruik van dictatoriale macht verder aan. Daarmee is het ontegenzeggelijk het onderwerp dat op dit moment de meeste aandacht vraagt.

Maar als we naar de wat langere termijn kijken, dan zijn de ontwikkelingen in China veel belangrijker. China is een economische wereldmacht van een niveau dat Rusland nooit zal bereiken. De ontwikkelingen in China hebben een blijvende invloed op de wereldeconomie. Ik kijk dan ook vooral naar de Chinese reactie op de ontwikkelingen in Oekraïne.'

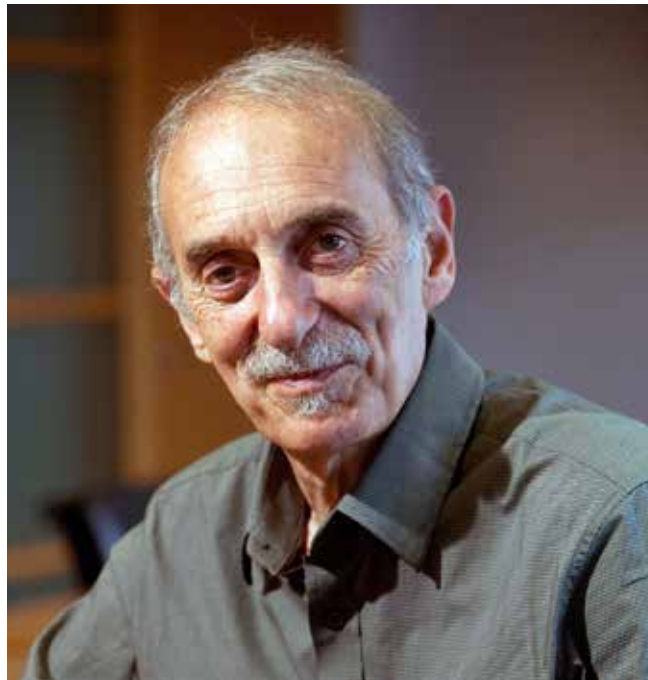
U heeft het over een mogelijke inval van China in Taiwan, dat als een afvallige provincie wordt beschouwd. Is de kans op een dergelijke invasie groter geworden?

'De Chinezen hebben twee lessen geleerd. In de eerste plaats is duidelijk dat een invasie mogelijk veel lastiger is dan van tevoren ingeschat. Men kan allerlei plannen maken, maar door de oorlog in Oekraïne is duidelijk geworden dat je zeer voorzichtig moet zijn met bepaalde aannames. Het verzet was veel sterker dan verwacht.

De tweede les betreft de reactie van het Westen, of beter gezegd het 'Politieke Westen'. Dat heeft een

'China is al jaren bezig om de economie weerbaar te maken tegen mogelijke sancties. Maar het land blijft enorm afhankelijk van de instroom van dollars.'

George Magnus



George Magnus was van 1995 tot 2012 Chief Economist en Senior Economic Adviser van zakenbank UBS. Hij ontleent een deel van zijn faam aan het feit dat hij in 2006 begon te waarschuwen voor een financiële crisis als gevolg van de problemen in de Amerikaanse huizenmarkt. Sinds 2012 werkt hij als zelfstandig econoom. Hij schreef drie boeken: 'The Age of Aging' (2008) over demografische ontwikkelingen, 'Uprising' (2010) over de gevolgen van de financiële crisis voor opkomende markten en 'Red Flags' (2018) over de problematische economische groei van China.

unaniem front gevormd in reactie op de ontwikkelingen in Oekraïne. Het is natuurlijk de vraag of er eenzelfde reactie zal komen bij een invasie in Taiwan. Voor Europa ligt het land nu eenmaal een stuk verder weg. Maar het ligt weer dichterbij de Verenigde Staten. Sancties hebben bovendien grotere consequenties, omdat China een veel belangrijker deel van de wereldeconomie uitmaakt.'

Lijkt het in ieder geval tot meer onzekerheid over de wenselijkheid van een invasie te leiden?

'Die onzekerheid was er al. China is al jaren bezig om de economie weerbaar te maken tegen mogelijke sancties. Maar dat is vooralsnog niet erg succesvol. Het land blijft nog altijd enorm afhankelijk van de instroom van dollars. Dat versterkt de onzekerheid over een dergelijke invasie nog verder.'

In uw boek Red Flags schrijft u over tal van bedreigingen voor de Chinese groei, zoals de torenhoge schulden, de verouderende bevolking en een kwakkelende middenklasse. De meest recente versie verscheen in 2019. Is de situatie sindsdien verbeterd?

'Er hebben zich sindsdien twee ontwikkelingen voorgedaan die ik niet had voorzien: de COVID-19-pandemie en de oorlog in Oekraïne. Over de laatste hebben we het al gehad. Het heeft de vijandigheid van het Politieke Westen ten opzichte van China versterkt.

Wat de pandemie betreft, leek China de situatie aanvankelijk onder controle te hebben. Maar het is alsof we hier met een first-in-last-out-model te maken hebben. Het land kan het zich gewoonweg niet veroorloven de uitgaansbeperkingen op te heffen. Voor je het weet, heeft het land een miljoen doden. De gezondheidszorg is nu eenmaal onderontwikkeld en niet in staat een snelle stijging van het aantal besmettingen op te vangen.

Het is bovendien niet alleen een vraagstuk rond gezondheidszorg, maar ook een kwestie van nationale veiligheid.

De Chinese overheid kan met de uitgaansbeperkingen een vorm van controle uitoefenen op de bewegingsvrijheid die diezelfde overheid als zeer aantrekkelijk beschouwt.'

Bestaat er geen verzet tegen?

'Natuurlijk wel. Vooral buitenlandse ondernemingen hebben het er moeilijk mee. Ze kunnen hun Chinese werknemers niet of moeilijk vervangen. Bovendien zorgen de beperkingen voor tal van problemen bij bezoeken van familie of relaties.'

Is dat het enige probleem waar buitenlandse ondernemingen mee te maken hebben?

'Nee, de druk op bedrijven wordt steeds groter. Laat ik een voorbeeld noemen. Recent waren er berichten dat de Chinese zakenbank van HSBC, een joint venture met een Chinese partij, had ingestemd met het plan om een comité van de Chinese Communistische Partij te installeren. Daarmee wordt de grip van de overheid, of beter gezegd van de Communistische Partij, aanzienlijk groter. Het gaat in eerste instantie om de zakenbank, maar er is geen twijfel dat de Chinezen vergelijkbare maatregelen willen nemen voor heel HSBC en voor andere westerse ondernemingen.

Dit heeft verregaande consequenties. We gaan in het Westen nu eenmaal anders om met privacy dan in China. Wat gaat er gebeuren als de Chinese overheid data opvraagt die we in het Westen als privacygevoelig beschouwen? Het zorgt ervoor dat de onderneming in een onmogelijke situatie terechtkomt. Er moet worden besloten welke regels worden gevolgd, die van het thuisland of die van China. Dit is allemaal niet zo bezwaarlijk als we over Zambia of Chili spreken, maar heeft grote gevolgen als het om nationale veiligheid gaat. Dan hebben landen geen keuze.'

Gaan bedrijven hiermee akkoord?

'Nee, ik twijfel er niet aan dat China hier uiteindelijk de verliezer is. Westerse ondernemingen zullen vertrekken als de druk aanhoudt. Decennialang zijn bedrijven feitelijk >

met rust gelaten. Er waren discussies over het politieke systeem en mensenrechten, maar bedrijven konden feitelijk hun gang gaan.

Dat geldt nog altijd voor producenten van luxeartikelen zoals handtassen en horloges. Maar voor meer gevoelige sectoren zoals banken, voedselproducenten en energie is bedrijfsvoering onderdeel van de nationale politiek geworden. Dat zal gevolgen hebben. Het zal niet betekenen dat bedrijven dit jaar of volgend jaar vertrekken. Het heeft een generatie geduurd eer de huidige situatie was bereikt. Het zal ook weer lang duren voordat het omslaat.’

U noemt China de verliezer. Waarom?

‘Het gaat hier om een vorm van speculeren. Maar het is een gecalculerde speculatie. In 2021 stelde China zichzelf de ambitie om in 2035 een moderne welvarende staat te zijn met een verdubbeling van het nationale inkomen en het nationale inkomen per hoofd van de bevolking. In 2049, bij het honderdjarig bestaan van de Volksrepubliek China, zou het land de leidende, of beter nog, dominante economische kracht van de wereld moeten zijn.

In het verleden werd die groei gerealiseerd door geld in de economie te pompen via bankleningen, infrastructuurprojecten en lokale besturen. Maar de overheid realiseert zich dat dit recept niet langer kan worden gevolgd. Er wordt gevreesd voor een financiële crisis die een veelvoud is van de problemen in 2015-2016, toen de aandelenbeurzen crashten, de renminbi onder druk kwam te staan en de rente steeg.’

Is dat de reden dat China is afgestapt van de jaarlijkse doelstellingen voor economische groei?

‘Bij het laatste vijfjarenplan van vorig jaar werd voor het eerst geen officiële groei-doelstelling aangegeven. Er gold nog een impliciete doelstelling met de verdubbeling van het nationale inkomen tot 2035. Het Chinese parlement stemde echter in maart van dit jaar in met een groei-doelstelling voor 2022 van 5,5%. Maar enkele weken geleden werd duidelijk gemaakt dat dit cijfer niet zal worden gehaald.

Je merkt dat de Chinese overheid worstelt met het probleem. Men is zich ervan bewust dat met kredietverlening de groei niet eindeloos kan worden aangewakkerd. De Chinese overheid gedraagt zich als een drugsverslaafde die wel wil stoppen, maar af en toe toch nog de neiging heeft om aan oude verleidingen toe te geven.’

‘Geen enkele onderneming zou van China afhankelijk moeten zijn voor cruciale onderdelen.’

Dat heeft vooral gevolgen voor de vastgoedsector, nietwaar?

‘De vastgoedsector maakt minimaal een kwart uit van de totale Chinese

economie. De markt is de afgelopen tientallen jaren krachtig gegroeid, al waren er enkele korte tegenslagen. China reageert wat dat betreft niet anders dan andere landen. Als de woningmarkt floreert, geeft dat iedereen een goed gevoel. Maar het zorgt er ook voor dat veel geld op een onverstandige manier wordt geïnvesteerd.

In het afgelopen jaar is sprake geweest van een ommekeer. Het aantal verkochte huizen daalde in juli met 40%. Tal van projectontwikkelaars zijn failliet gegaan. Dat heeft ervoor gezorgd dat honderdduizenden Chinezen weigeren om de hypotheek op hun al wel gekochte maar nog niet opgeleverde nieuwe woningen te betalen.

De overheid probeert een crisis te voorkomen door projectontwikkelaars op lokaal niveau te steunen. Het is een beetje als het steken van een vinger in een gat in een dijk. Het probleem van de in feite rotte vastgoedmarkt wordt niet opgelost.’

Wat betekent dit voor de groei?

‘Ik denk dat het niet mogelijk zal zijn om de gewenste groei te realiseren. Dit zal gevolgen hebben voor het aanzien van China in met name Azië, Afrika en Latijns-Amerika, waar werd opgekeken tegen de manier waarop China haar groei-doelstellingen voortdurend waar wist te maken. De internationale positie van China staat daarmee op het spel.’

Wat moeten westerse bedrijven doen?

‘Zolang er geen oorlog in Taiwan komt, denk ik niet dat westerse bedrijven haast zullen maken om te vertrekken uit China. Maar ze doen er wel goed aan om minder afhankelijk te worden van het land. Dan gaat het met name om de bevoorrading. Geen enkele onderneming zou van China afhankelijk moeten zijn voor cruciale onderdelen.

In zijn algemeenheid denk ik dat het zaak is voor bedrijven om de banden met regionale partners aan te trekken. We hebben de afgelopen decennia te maken gehad met een globalisering van de wereldhandel. Deze zal de komende jaren plaatsmaken voor toenemende regionalisering.’ ■

CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS CONGRATULATES THE NEW CFA[®] CHARTERHOLDERS



We applaud and celebrated with those who became CFA[®] charterholders in 2021/2022 and joined our community of 170,000 charterholders worldwide. Their value isn't measured in experience and test results alone. It's reflected in their commitment to the highest standards of ethical conduct in the financial community. Together, we are building a better world for investing.



Richard Abma, CFA
Florian Bankeman, CFA
Roy Berns, CFA
Donny Bleekman, CFA
Niels Bouwman, CFA
Bart-Jan Brouwer, CFA
Andras Chabin, CFA
Yuning Chen, CFA
Obiageli Chiedu, CFA
Shang-Hung Chung, CFA

Amy de Wilde, CFA
Arber Demaj, CFA
Alper Demir, CFA
Mehmet Tamer Dilaver, CFA
Rogier Geerts, CFA
Roman Gorlov, CFA
Zeynep Guraydin, CFA
Ujjwal Kumar, CFA
Kaili Mao, CFA
Bishoy Mesak, CFA

Anezina Mutilinaiou, CFA
Caroline Nabbe, CFA
Aghakarim Orujov, CFA
Tim Paas, CFA
Karsten Pierik, CFA
Yimin Qin, CFA
Jovita Razauskaite, CFA
Felix Rutten, CFA
William Skultety, CFA
Christos Tsakas, CFA

Hans Udo, CFA
Natasha Unger, CFA
Okan Uzun, CFA
Astrid van der
Waal-Sieminski, CFA
René van Kempen, CFA
Joep Verbeek, CFA
Quinten Volleman, CFA
Janine Whittington, CFA
Dafang Xiao, CFA

Xuan Zhang, CFA
Hairong Zhao, CFA
LiuJun Zhou, CFA
Denis Zhukov, CFA
Sebastiaan Zitman, CFA
Lammert Zwaga, CFA



Check out our educational
programs, such as the RBA Program,
MiFID II and more.

For information,
visit www.cfavba.nl



Private markets en verzekeraars zijn een goede match

Verzekeraars beleggen relatief veel in private markets. Wij vroegen Marieke van Kamp, Head of Private Markets bij NN Group, over het hoe en waarom hiervan en op welke wijze de juiste managers kunnen worden geselecteerd. En ook of zij verwacht dat het gaat lukken om CO₂-neutraal te zijn in 2050 en waar dat van afhangt.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Even voor het juiste perspectief: voor wie belegt jullie afdeling? Alleen voor NN Group, of ook voor externe relaties?

‘We beleggen het vermogen van de onderdelen van NN Group, waarvan het levenbedrijf van Nationale-Nederlanden de grootste en bekendste is. De uitvoering van de beleggingen besteden wij uit aan verschillende vermogensbeheerders. Voorheen, toen NN Investment Partners (NN IP) nog onderdeel was van NN Group, werd het merendeel van de beleggingen in public markets bij hen ondergebracht, alsmede een paar private markets-strategieën. We beoordelen NN IP op dezelfde merites als alle andere externe beheerders. De overname van NN IP door Goldman Sachs heeft vanuit het oogpunt van onafhankelijke prestatiebeoordeling van NN IP op private markets eigenlijk weinig veranderd.’

Welk percentage van de beleggingen die jullie onder beheer hebben, wordt in private markets belegd?

‘De bedrijfsonderdelen waarvoor wij beleggen (de business units) verschillen nogal qua grootte van het vermogen, lokale regelgeving en verplichtingen. Voor ongeveer acht van de verzekeraars beleggen we in private markets. We trachten voor alle verzekeraars het beleggen in private markets mogelijk te maken, maar soms lukt dat niet, vooral door lokale regels. Met name levensverzekeringen lenen zich vanwege de lange looptijden goed voor private markets. Het Nationale-Nederlanden levenbedrijf heeft maar liefst 20% in private markets belegd, nog even los

van hypotheek waarin ook nog eens zo’n 30% is ondergebracht. Hypotheken vallen natuurlijk ook onder private markten, maar we beschouwen ze als een aparte beleggings-categorie. Voor veel van onze buitenlandse verzekeraars beleggen we niet in hypotheek.

Die 20% private markets bestaat dan weer, in volgorde van belangrijkheid, uit direct vastgoed, private debt, infrastructuur en private equity. De hypotheek zijn afkomstig van onze dochters NN Bank en Woonnu. De laatstgenoemde verstrekt hypotheek die duurzaamheid stimuleren. Kijkend naar het totale belegde vermogen van NN Group, wordt ongeveer 15% in private markets belegd, exclusief hypotheek. Overigens maken niet alleen de lange durations private markets interessant. Door het illiquide karakter kunnen beleggers ook een illiquiditeitspremie oogsten. Ze kennen bovendien be-
duidend minder volatiliteit dan publieke markten. En er zijn diverse soorten private markten, wat de diversificatie van de portefeuille ten goede komt.

Wat betreft de allocatie naar private markets verschillen verzekeraars van pensioenfondsen, waarbij de laatsten veel meer in aandelen zitten. Verzekeraars moeten een heel stabiele portefeuille hebben om aan de langlopende verplichtingen te voldoen. Zij kunnen niet zomaar hun premies aanpassen of noodzakelijke uitkeringen verlagen. Daar liggen immers juridische contracten aan ten grondslag. Pensioenfondsen hebben meer knoppen om aan te draaien en kunnen daarom meer risico’s nemen. Wij zitten >

‘Bij de selectie van de managers letten we erg op duurzaamheid. Ze hoeven op dit punt niet het meest vooruitstrevend te zijn, maar ze moeten wél de juiste mindset hebben.’

gemiddeld genomen maar voor 5% in aandelen.’

In welke beleggingscategorieën beleggen jullie intern en wat besteden jullie uit aan externe managers? En hoe selecteren jullie die?

‘We werken volledig met externe beheerders, die we selecteren met behulp van adviseurs met wie we nauw samenwerken. De adviseurs verschillen per beleggingscategorie. Voor private equity werken we met Wilshire Partners, voor infrastructuur met StepStone Infrastructure & Real Assets, voor private debt met Willis Towers Watson en voor direct vastgoed met CBRE. Bij de selectie van de managers letten we erg op duurzaamheid. Ze hoeven op dit punt niet het meest vooruitstrevend te zijn, maar ze moeten wél de juiste mindset hebben, met een duidelijk duurzaam pad waar ze naartoe willen bewegen. Een pad dat overeen moet komen met onze eigen duurzaamheidsdoelstellingen. De intrinsieke motivatie voor duurzaam beleggen moet er zijn. Als duurzaamheid voor een bepaalde manager louter een ‘ticking-the-box’ activiteit is, dan past die niet bij ons.

Verder moeten ze een goede trackrecord hebben. Ze moeten bijvoorbeeld in neerwaartse economische cycli hebben aangetoond lastig geworden beleggingen goed te kunnen managen. Ook het team dat het beleggingsfonds beheert, moet goed zijn. Daarin moeten diverse ervaren mensen zitten met verschillende aanvullende vaardigheden. Het moet ook stabiel zijn, zodat het vast kan houden aan de strategie zoals die is neergezet.

Ook kijken we naar welke andere beleggers in een fonds zitten. Hebben zij bijvoorbeeld dezelfde commitment voor de lange termijn? We willen niet in een beleggingsfonds zitten waarin beleggers te gemakkelijk weer uitstappen en er mogelijk delen van de portefeuille met discounts moeten worden verkocht. Mocht zo iets gebeuren, dan willen we de mogelijkheid hebben met de fondsbeheerder mee te kunnen praten over de liquidatie en de toekomst van het fonds. We willen altijd een positie in de adviesraad van het fonds. Tot slot is ook de ‘skin in the game’ belangrijk, vooral bij private equity. En dan niet

alleen van de achterliggende asset manager, maar ook van de mensen die het fonds beheren.’

Zijn er specifieke richtlijnen, bijvoorbeeld ten aanzien van governance voor elk van de private markets waarin jullie beleggen?

‘We schrijven voor elke private beleggingsstrategie een vermogensstrategiedocument, intern ook wel ‘Directive’ genoemd, waarbij we samenwerken met verscheidene afdelingen in de groep, bijvoorbeeld risicomanagement en de business units. We schrijven hierin onder andere uit wat de strategie precies gaat betekenen en wat we ermee willen bereiken. Dit document leidt vervolgens weer tot jaarlijkse mandaten waarin de specifieke acties en doelstellingen voor het komende jaar staan. Alle business units die in een strategie beleggen, moeten dit document goedkeuren. De twee documenten – het vermogensstrategiedocument en het jaarlijkse mandaat – staan nog los van het proces van hoe we managers selecteren en monitoren. Dat is apart beschreven. Dit proces, dat natuurlijk in de loop der jaren is ontstaan, functioneert eigenlijk heel goed. Voor iedereen in de groep is duidelijk wat we doen en wat we willen bereiken.’

Staat het ESG-beleid dan ook in die Directives uitgeschreven?

‘Nee, dat hebben we in een apart document beschreven. Om precies te zijn, hebben we voor elke private market een ‘Paris alignment-strategie’ uitgeschreven. Het komt er in feite op neer dat we op alle fronten CO₂-neutraal willen zijn in 2050, als het gaat om onze beleggingen, via onze eigen bedrijfsvoering en middels onze producten en diensten. Voor direct vastgoed hebben we de lat nog wat hoger gelegd. Hier willen we al in 2040 CO₂-neutraal zijn. Een deel van onze directe vastgoedportefeuille managen we samen met onze adviseur in een ‘separate account’ en daar kunnen we ambitieuzer zijn. Hier hebben we immers volledige zeggenschap.

Voor een ander deel van de vastgoedportefeuille beleggen we in beleggingsfondsen en daar leggen we de fondsbeheerders langs de CRREM-meetlat. Dat betekent dat ze

CV

Marieke van Kamp

Marieke van Kamp is Hoofd Private Markets bij NN Group. In die rol is zij verantwoordelijk voor de allocaties naar vastgoed, private equity, infrastructure equity, hypotheeken en onderhandse leningen van de investeringsportefeuille. Van Kamp heeft een Master in Real Estate Management en in Duurzame Ontwikkeling.



aan de hand van de uitgeschreven 'decarbonisation pathways' moeten aantonen of ze op koers liggen om de doelstellingen van Parijs te halen. Transparantie en goede rapportages zijn daarbij belangrijk. We zijn hier echt met de beheerders bezig. We laten ze 'best practices' zien en motiveren ze extra stappen te zetten. We ontwikkelen samen met de managers ook klimaatstrategieën. Met CBRE hebben we bijvoorbeeld een eigen fonds opgericht, waarbij het doel is zeer duurzame en betaalbare woningen in Nederland te ontwikkelen. Met DIF, een infrastructuurmanager, hebben we een eigen Nederlands energietransitiefonds opgezet.

Ik denk dat we met onze CO₂-doelstellingen in de markt vooroplopen, al hebben we dat publiekelijk nog niet zo hard geroepen. Zelfs met private equity, dat nog weleens de naam heeft minder om duurzaamheid te geven, werken we met een aantal vooruitstrevende managers en besteden we aandacht aan het selecteren van managers die in impactsectoren actief zijn. Een aantal managers moeten we nog wel bij de hand nemen, maar ook hier worden goede stappen vooruit gezet.'

Wat betreft de transparante tracking van de voortgang van duidelijke doelen: hoe doen jullie dat?

'We publiceren de 'carbon footprint' van de beleggingsportefeuille, met een doorkijk naar alle specifieke beleggingscategorieën. Het is nog niet overal perfect. Zo hebben we de ambitie om voor iedere categorie op scope 1, 2 en 3 te rapporteren. Dat lukt al wel voor onze eigen directe vastgoedportefeuille, maar nog niet voor alle fondsen. Het is ook nog best lastig, doordat berekeningswijzen en de data van ESG-data-

vendors niet uniform zijn. Voor zover we het nu kunnen meten, lopen we voor op onze doelstellingen.'

Gaat het lukken de beleggingsportefeuilles 'aligned' te krijgen met de ambities om net zero te bereiken?

'Het is geen kwestie van of het gaat lukken. Het moet gewoon. Binnen onze organisatie wijzen ook alle neuzen dezelfde kant op. Het niet halen is geen optie. En ik heb ook goede hoop, want we leggen de lat steeds hoger. Dat we de ambities regelmatig kunnen opschalen, zegt ook dat het mogelijk moet zijn. We hebben ook veel in eigen hand. We kunnen per beleggingscategorie in die bedrijven en sectoren beleggen die een positieve klimaatbijdrage leveren. Zo hebben we, zoals gezegd, onze infrastructuurportefeuille grotendeels op de energietransitie ingericht. We merken dat onze ambities niet alleen intern, maar ook extern een aanstekelijke uitwerking hebben. In deze krappe arbeidsmarkt hebben we bijvoorbeeld een grote aantrekkingskracht op klimaatbewuste kandidaten.

Of de wereld er als geheel ook in slaagt in 2050 net zero te zijn? In de afgelopen paar jaar worden er overal in de wereld grote stappen gezet, iets dat tot enige jaren geleden niet gebeurde. Institutionele beleggers hebben 'klima-

maat' nu allemaal op hun netvlies staan en zij kunnen met hun grote vermogens grote impact hebben. Ook technologisch gebeurt er momenteel ontzettend veel. Zonne-energie is nu de goedkoopste energie, terwijl deze tak van hernieuwbare energie tien jaar geleden nog totaal niet competitief was. De capaciteit per windturbine is ook ontzettend hard gegroeid. Ik ben optimistisch.' ■

'We willen niet in een beleggingsfonds zitten waarin beleggers te gemakkelijk weer uitstappen en er mogelijk delen van de portefeuille met discounts moeten worden verkocht.'

Een bedrijf moet een ziel hebben

Het geheel is meer dan de som der delen en onderhandelen maakt het leven leuker. Financial Investigator sprak met Jack Julicher, Directeur Beleggingen van a.s.r. en Chief Executive Officer van a.s.r. vermogensbeheer.

Door Lies van Rijssen

'Al veertig jaar werk ik in verschillende rollen binnen de financiële sector. Mijn loopbaan begon in 1982, toen ik Beleidsmedewerker Monetair Beleid werd bij het ministerie van Financiën. In 1989 ben ik overgestapt naar wat toen nog de Nationale Investeringsbank heette en nu NIBC is. Sinds 1996 werk ik bij a.s.r. Aanvankelijk was ik Directeur Hypotheken en Directeur van de bank bij Stad Rotterdam Verzekeringen, rechtsvoorganger van a.s.r. Nadat we werden overgenomen door Fortis, kwam ik terecht in mijn huidige rol van Beleggingsdirecteur.

Toen ik begon met werken – en de huidige tijd lijkt wat op die tijd – hadden we te maken met een torenhoge inflatie en rente. Het was ook de tijd van de oliecrisis. De werkloosheid was, heel anders dan nu, heel hoog en de overheid had grote tekorten. Die periode werd gevolgd door een zeer lange periode waarin vooral optimisme en economische groei hoogtij vierden. De rente daalde en er werd een ruim monetair beleid gevoerd. Van 1982 tot kortgeleden zagen we de rente alleen maar verder dalen. Inmiddels is dat beeld onder invloed van COVID-19 en geopolitieke veranderingen compleet gekeerd. We zien nu knelpunten in de aanvoerketen, een enorme stijging van de energieprijzen, snel opgelopen inflatie en stijgende rentes. Het scenario van stagflatie van destijds is, zo vrees ik, dichterbij gekomen. Het is nu weer alle hens aan dek voor de centrale banken om de inflatie niet uit de hand te laten lopen en om vraagtuitval te voorkomen.

Het is niet de eerste keer dat de omstandigheden uitdagend zijn. De financiële crisis van 2008 zit bij velen nog vers in het geheugen. Een tijd die, terugkijkend, ook voor waardevolle inzichten heeft gezorgd.

Het heeft mij geleerd dat een bedrijf, dus ook een verzekeringsmaatschappij of vermogensbeheerder, een ziel moet hebben. De financiële crisis heeft het einde van het ongebreidelde streven naar groei ingeluid. Tot die tijd draaide het bij veel instellingen om de financiële performance en vaak was het morele besef aardig ver te zoeken. We hebben de kredietcrisis nodig gehad om in te zien dat het noodzakelijk is om als bedrijf midden in de samenleving te staan. Dat bedoel ik als ik zeg dat een bedrijf een ziel moet hebben. Het vertrouwen in de financiële sector was weg, ook in verzekeraars.

Die kredietcrisis heeft ons als organisatie ertoe aangezet om dingen echt anders te gaan doen. We hebben het bedrijf veel meer ingericht rond de belangen van de verschillende stakeholders. Dat zijn onze aandeelhouders, maar natuurlijk ook onze klanten, medewerkers en de samenleving. Natuurlijk blijven onze aandeelhouders te allen tijde een belangrijke stakeholder. Maar belangrijk is ook je uiterste best doen om te zorgen dat mensen graag bij je willen werken en dat je klanten tevreden over je zijn en zich in jouw beleid herkennen. Je moet zorgen dat je aangesloten blijft op de samenleving, aanvoelt wat er leeft en meebeweegt met ontwikkelingen in de maatschappij. Om dat te bereiken, is het nodig je te verplaatsen in de behoeftes van je verschillende stakeholders, stil te staan bij je maatschappelijk rendement en te zorgen dat je daarom

heen een duurzaam businessmodel bouwt. a.s.r. vermogensbeheer bestond toen nog niet, er was een interne vermogensbeheerder voor de verzekeringsmaatschappijen. Maar we hebben toen wel degelijk de omslag in ons denken gemaakt naar de lange termijn en naar kwaliteit.

'We hebben de kredietcrisis nodig gehad om in te zien dat het noodzakelijk is om als bedrijf midden in de samenleving te staan.'

CV

Jack Julicher

Macro-econoom Jack Julicher begon zijn loopbaan als Beleidsmedewerker bij het ministerie van Financiën. Hij werd vervolgens Accountmanager bij de Nationale Investeringsbank (later NIBC) en is sinds 1996 verbonden aan ASR Nederland N.V. (en haar rechtsvoorgangers). In 2003 werd Julicher Directeur Beleggingen van a.s.r. en sinds 2015 is hij tevens Chief Executive Officer van a.s.r. vermogensbeheer. Julicher bekleedt verder diverse bestuurlijke functies.



Het belangrijkste moment in mijn loopbaan ligt ook in die periode. Als beleggers hadden we vaak het idee dat we het gelijk aan onze kant hadden. We waren immers bekend met de gebruikelijke economische scenario's. Maar je moet verder durven kijken. Als belegger voor institutionele klanten is het van belang dat je niet alleen uitgaat van de bekende scenario's, maar dat je juist ook rekening houdt met het schijnbaar onmogelijke. Sommige scenario's laten zich moeilijk voorspellen, zoals bijvoorbeeld de coronapandemie, maar ook de gevolgen van klimaatontwikkelingen zijn lang onderschat. Ik denk dat velen nu de klimaatrisico's in de beleggingsportefeuilles onderschatten. Steeds vaker wijzen toezichthouders daar inmiddels ook op. Zorg daarom binnen je eigen gelederen altijd voor countervailing power, tegenmacht. Wees bereid je visie aan te passen. Het is essentieel binnen je eigen club mensen te hebben die je blijven uitdagen tot het laatste moment in je besluitvorming.

Door de kredietcrisis kwamen wij als verzekeraar in handen van de Nederlandse staat. Dat gebeurde toen Fortis onderuitging. Wij waren op dat moment het Nederlandse verzekeringsonderdeel van Fortis. Acht jaar later, in 2016, keerde a.s.r. terug naar de beurs. Na een geslaagde beursgang en de afronding van de privatisering in 2017, hebben we hard gewerkt aan ons profiel als duurzame zelfstandige verzekeraar.

Onze uitdaging als vermogensbeheerder werd een groeimarkt te vinden, want de traditionele levenmarkt was een soort serviceboek geworden. De pensioenen boden kansrijke ontwikkelingen op het gebied van vermogensbeheer. De uitdaging werd om samen

met de collega's van vermogensbeheer een bedrijf neer te zetten dat onderscheidend zou zijn en dus niet zou doen wat al gedaan werd. We kozen ervoor om geen generalist te worden, maar specialist, een nichespeler zelfs, een langetermijndenker die kwaliteit levert en vermogen duurzaam wil beleggen. We vonden onze markt in de affiliated business, waarbij we het pensioenbedrijf ondersteunen met bijvoorbeeld lifecycles voor defined contribution en als belegger mogelijkheden bieden in minder liquide asset classes als hypotheeken, actieve duurzame aandelenstrategieën en bijvoorbeeld funds voor private debt en financiering van renewable energy. Daarnaast kunnen ook externe institutionele klanten en vermogensfondsen via ons beleggen in deze minder liquide beleggingscategorieën.

Inmiddels beheren we naast de 45 miljard voor a.s.r. verzekeringsmaatschappijen nu ook zo'n 25 miljard voor derden. Daarbij blijft een streven naar duurzaamheid een belangrijke drijfveer die we al vroeg hebben geïntegreerd in het beleggingsproces. We blijven daarin stappen zetten, ook op het gebied van impactbeleggen, waarvoor we een relatief fors budget beschikbaar hebben. Onze doelstellingen op het gebied van CO₂ en biodiversiteit zijn ambitieus. Ook al is het wetenschappelijk soms lastig te onderbouwen, we hanteren als 'belief' dat, als we op de lange termijn de goede dingen doen op het gebied van duurzaamheid, we uiteindelijk een beter rendement behalen.

Een echt thema van deze tijd is voor mij de sterk toegenomen transparantie op de financiële markten. Customer due diligence en het kennen van je klant zijn daar een uiting van: >

‘Het is essentieel binnen je eigen club mensen te hebben die je blijven uitdagen tot het laatste moment in je besluitvorming.’

‘Als belegger voor institutionele klanten is het van belang dat je niet alleen uitgaat van de bekende scenario’s, maar dat je juist ook rekening houdt met het schijnbaar onmogelijke.’

producten moeten echt geschikt zijn voor de doelgroep waaraan je ze aanbiedt. Andere thema’s zijn het toegenomen toezicht en de toegenomen regelgeving,

bijvoorbeeld met betrekking tot duurzaamheid. Dat gaat niet alleen over strategie. Resultaten moeten ook meetbaar zijn, we moeten processen kunnen monitoren en risico’s kunnen inschatten. En kijk naar de Europese richtlijnen rondom de duurzaamheidsverslaggeving waaraan we moeten voldoen, naar de taxonomie daarvoor en naar de tendens naar impact investing. Ook het nieuwe pensioenstelsel dat in aantocht is, is een groot thema van deze tijd: de pensioenwereld maakt de beweging naar defined contribution. Dat biedt ons als verzekeraar en belegger ook weer nieuwe kansen.

Een thema dat iedere organisatie momenteel raakt, is diversiteit. Samen met inclusiviteit vind ik dat een heel belangrijk onderwerp. Het heeft doorlopend de aandacht binnen heel ons bedrijf en ons beleid hierop wordt jaarlijks geëvalueerd en waar mogelijk verder ontwikkeld. Diversiteit gaat in mijn ogen over veel meer dan alleen de man-vrouw-verdeling binnen een bedrijf. Het gaat erom dat je mensen, wie en wat ze ook zijn, jong, oud, met verschillende culturen, verschillende talenten en verschillende fysieke mogelijkheden, in staat stelt om samen mooie dingen te doen. Mensen moeten zich veilig en gekend voelen op hun werkplek. Nederland is met ongeveer 200 nationaliteiten heel divers. In ons bedrijf, dat verankerd is in de samenleving, willen we in onze medewerkers dan ook een afspiegeling zien van de samenleving. Dat moet gewoon.

Vanuit mijn rol als directeur werk ik nauw samen met HR om te werken aan een bedrijf waar iedereen zich thuis voelt. Middelen om dat te bereiken, zijn voor ons onder meer onze dialoogsessies met medewerkers. We nodigen hen daarin uit om openhartig aan te geven hoe zij het werken bij ons ervaren. Wij worden ons zo beter bewust van onze eigen bedrijfscultuur en krijgen handvatten aangereikt om onszelf te verbeteren.

Ook al gaat diversiteit over meer dan enkel de verdeling tussen man en vrouw, de vooruitgang op dat aspect is

vooralsnog het makkelijkst te meten. Bij ons is de overall verdeling man-vrouw ongeveer 55–45. Maar binnen ons beleggingsbedrijf zijn mannen

met een ruime 80% nog fors oververtegenwoordigd. Ook is het merendeel van de sollicitanten voor beleggingsfuncties man. Misschien komt dat door de sterke focus op performance die de beleggingssector zo lang gekenmerkt heeft. Die focus wordt langzaam breder. Afdelingen die zich met duurzaamheid bezighouden, laten al wel veel meer evenwicht tussen mannen en vrouwen zien. Naarmate het beleggingsvak zich breder ontwikkelt, verwacht ik dat het met de diversiteit en inclusiviteit ook de goede kant op zal gaan. Maar we hebben nog wel wat stappen te zetten.

Wat mij ook bijzonder inspireert en wat ik graag doe, is met klanten naar oplossingen zoeken met maatschappelijke relevantie, die oplossingen implementeren en dan vaststellen dat beide partijen er blij mee zijn. Daar geniet ik van. Ik houd van onderhandelen. Ik wil achter de beweegredenen van een ander zien te komen om vervolgens samen verder te komen. Ook muziek kan mij trouwens enorm inspireren. Het is een constante in mijn leven, want ik maak al muziek sinds mijn vroege jeugd. Ik speel trompet en bugel, de afgelopen twintig jaar in een jazzband en daarvoor ook in klassieke orkesten.

Muziek draagt voor mij bij aan een goede balans tussen werken en niet werken. Zo was ik dit jaar naar de 2022-editie van het North Sea Jazz Festival. Al die knappe improvisaties, geweldig! Eliane Elias liet een improvisatie op Desafinado horen, wat een behoorlijk lastig stuk is om te spelen. De vrijheid hebben en nemen om die muziek anders te laten klinken en dat dan heel goed te doen, dat raakt me. Ook beeldende kunstvormen kunnen me erg raken. Als een schilderij door de combinatie van kleurgebruik en compositie veel meer brengt dan de voorstelling alleen, dan doet me dat iets. In mijn werk gebeurt eigenlijk hetzelfde in de samenwerking met anderen. Ik houd ervan als ook daar wat spanning in zit. Inderdaad: als er ook wat te onderhandelen valt met elkaar.’ ■



Pierre Stadler
Head of Thematics - Private Equity

Marketingcommunicatie

Krachtige trends drijven private equity-investeringen in gezondheid

Aan de basis van private equity beleggingen in het thema gezondheid staan krachtige macrotrends, zoals vergrijzing en het 'consumentisme' van de gezondheidszorg.

De private equitymarkt is snel volwassen geworden en in omvang verdrievoudigd in het afgelopen decennium: van 2.000 miljard dollar tot ruim 6.000 miljard dollar in november 2021 volgens het in januari 2022 gepubliceerde Preqin Global Private Equity Report. Beleggingen in niet-beursgenoteerde bedrijven geven beleggers het voordeel dat zij blootgesteld worden aan de reële economie, aldus Pierre Stadler, hoofd thematisch private equity bij Pictet Alternative Advisors (PAA). 'Het gaat om echt investeren in, en eigenaar worden van een bedrijf. Beleggers zijn daardoor sterk betrokken bij waardecreatie op de lange termijn.'

Pictet belegt al sinds 1989 in private equity. Het private equity-team, onderdeel van Pictet Alternative Advisors, beheerde eind 2021 23,1 miljard euro via zowel primaire en secundaire PE-fondsen als co-investeringen. Het team screent circa 350 investeringsmogelijkheden per jaar, neemt zitting in 44 adviesraden van particuliere bedrijven en heeft toegang tot 65 best-in-class private equityfirma's.

Gezondheidszorg

De gezondheidszorg, een attractief private equitythema volgens Stadler, wordt door sterke trends gedreven, zoals stijgende zorgkosten, vergrijzing, nieuwe technologie en toetreders tot de markt en het 'consumentisme' van de zorg. Dat is slechts een deel van het verhaal, zegt hij. 'Het gaat er niet alleen over dat meer mensen zorg nodig hebben, maar ook dat zij langer leven en zo lang mogelijk in goede gezondheid willen zijn.'

Daardoor zijn niet-beursgenoteerde zorgverleners interessant als potentiële investering, maar ook bedrijven die patiënten monitoren of de zorgervaring verrijken.

Er zit ook groei in het 'consumentisme' van de zorg, in het aanbieden van zorg als product of dienst. 'Dat wordt steeds belangrijker,' zegt Stadler. 'Een woord als patiëntervaring werd twintig jaar geleden nauwelijks gebezigd, maar nu voelt de sector dezelfde druk als veel consumentenbedrijven.'

Private Equity thema gericht op gezondheid

Dat de patiënt meer aan de macht komt, zorgt in navolging van veel andere sectoren ervoor dat de gezondheidszorg in een steeds hoger tempo onderhevig is aan digitalisering. Een groot deel van de investeringskansen van het thema gezondheid betreft dan ook digitale tools om de ervaring van zorgconsumenten te verbeteren, geeft Stadler aan. 'Het gaat bijvoorbeeld om tools, die de communicatie verbeteren of het leveren van de zorg.'

Het beschikbare kapitaal bestemd voor private equity beleggingen in het thema gezondheid is voor een groot deel bestemd voor een multimanagementbenadering, waarbij wordt belegd in best-in-class strategieën, die zich focussen op life science- en healthcarebedrijven. Daarbij wordt zo optimaal mogelijk door de economische cyclus genavigeerd. Daarnaast kan via directe en co-investeringen worden geïnvesteerd in bedrijven die zich richten op diagnostiek, digitale gezondheid, medische technologie en zorgverlening.

Stadler ziet ook bepaalde 'idiosyncrasieën' in de gezondheidssector, die tot beleggingskansen leiden. Het grootste deel van de zorginnovaties is afkomstig van startups en kleine bedrijven, die hun oorsprong vinden in universiteitslaboratoria. Het komt zelden van gevestigde partijen en dat heeft geleid tot een gezonde fusie- en overnamemarkt. 'De grote bedrijven hebben als het economisch tegenzit vaak voldoende geld in kas voor overnames. Het snijdt daarom hout voor beleggers om in de vroege fase van een bedrijf in te stappen.'

Disclaimer

This material is for distribution to professional investors only. However it is not intended for distribution to any person or entity who is a citizen or resident of any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, or use would be contrary to law or regulation. The information and data presented in this document are not to be considered as an offer or solicitation to buy, sell or subscribe to any securities or financial instruments or services. Information used in the preparation of this document is based upon sources believed to be reliable, but no representation or warranty is given as to the accuracy or completeness of those sources. Any opinion, estimate or forecast may be changed at any time without prior warning. Investors should read the prospectus or offering memorandum before investing in any Pictet managed funds. Tax treatment depends on the individual circumstances of each investor and may be subject to change in the future. Past performance is not a guide to future performance. The value of investments and the income from them can fall as well as rise and is not guaranteed. You may not get back the amount originally invested. This document has been issued in Switzerland by Pictet Asset Management SA and in the rest of the world by Pictet Asset Management (Europe) SA, and may not be reproduced or distributed, either in part or in full, without their prior authorisation.

Goede vooruitzichten voor vastgoed op lange termijn

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Alle eindbeleggers in vastgoed zijn in de afgelopen jaren gewend geraakt aan hoge rendementen. Die zullen als gevolg van economische en politieke ontwikkelingen vooralsnog afnemen, maar het zou onverstandig zijn in paniek te raken en de vastgoedallocatie in één keer naar boven of naar beneden bij te stellen.

Hoe zijn de rendementsverwachtingen veranderd in de nieuwe economische omgeving met een stijgende rente en een hoge inflatie? Hoe verandert daardoor jullie benadering van beleggen?

Maarten Briët: 'Je gaat automatisch naar de toekomstverwachtingen kijken met de rendementsverwachtingen van het verleden, terwijl eigenlijk alle prijzen omhoog zijn gegaan en die rendementen uit het verleden wellicht niet meer realistisch zijn. Daarnaast is het de vraag of je nu überhaupt niet de rendementsverwachtingen moet aanpassen omdat inflatie en rentes stijgen. Er is nog veel onduidelijk.'

Jaap van der Bijl: 'Het is inderdaad op dit moment (juni 2022 red.) nog niet duidelijk hoe de financiële markten precies gaan reageren op wat er gebeurd is en nog gaat gebeuren. Er is mondiaal zeer veel schuld opgebouwd en dat gaat vanwege de stijgende rente pijn doen. Dat geldt zowel voor corporate als voor private en government debt. In de vastgoedketen zie je dat een afwachtende houding ontstaat. Iedereen denkt: ik wil niet als eerste het gelag betalen. De impact van rente en risicopremie is nog niet duidelijk, zoals bij woningen waar schaarste overheerst. Alle eindbeleggers zijn in de afgelopen jaren gewend geraakt aan hoge rendementen. Als dat enigszins afneemt, dan zal iedereen daaraan moeten wennen.'

Randy Caenen: 'Het is ongewis wat voor ons ligt, maar we moeten uitgaan van de lange termijn – door de cycli heen – en op dit moment zeker niet stoppen met

beleggen. We moeten niet op de paniekrem gaan trappen en onszelf blootstellen aan gedragsmatige valkuilen.'

Mark Siezen: 'Je moet zeker niet in paniek raken. Wat je wel ziet, is dat een aantal pensioenfondsen vanwege het denominatoreffect – in samenhang met allocatielimieten – al dan niet gesteld door de toezichthouders, gedwongen wordt om vastgoedposities te verkopen. Dat is in vele gevallen doodzonde.'

Guido Verhoef: 'Laten we inderdaad niet in de stress schieten door wat er in de laatste maanden is gebeurd en misschien nog staat te gebeuren. Stick to the plan. Wat mij betreft blijven we koersen op een langetermijnvisie, dus de allocatie niet in één keer naar boven of beneden aanpassen.'

Siezen: 'Onzekerheid vertaalt zich altijd in stijgende risicopremies. Dat betekent dat de prijzen voor hetzelfde vastgoed omlaag moeten.'

Van der Bijl: 'Wat je wel hebt gezien, is dat in de afgelopen jaren met rentedalingen de risicopremie op vastgoed ook gestegen is. Die zal weer gaan afnemen.'

Briët: 'Wij hebben in de laatste drie maanden meer huurcontracten getekend dan in de negen maanden daarvoor. Wat speelde, was dat grotere bedrijven keuzes uitstelden omdat ze in onzekerheid verkeerden over de COVID-19-pandemie en dergelijke. Het lijkt erop dat bedrijven nu wat meer beslissingen durven te nemen en zich niet per se laten afremmen door misschien wat minder rooskleurige economische verwachtingen.'

Siezen: 'Ik denk dat er sprake is van een post-COVID-19 inhaalslag.'

Barbara Maltha: 'Wij hebben een survey uitgebracht waaruit naar voren komt dat een groot aantal Europese vastgoedbeleggers vooralsnog vasthoudt aan hun langetermijnvisies. Maar omdat er in korte tijd veel verandert in de economie en de politiek, zullen zij de komende zes maanden minder actief zijn. Zo zien wij dat beleggers due diligence-trajecten in de afgelopen maanden hebben stopgezet en pas op de plaats maken, om daarna

Voorzitter:

Jeroen Winkelman,
ASR Real Assets Investment
Partners

Deelnemers:

Jaap van der Bijl,
Altera Vastgoed
Maarten Briët,
Schroders
Randy Caenen,
Nedlloyd Pensioenfonds
Barbara Maltha,
Hodes Weill & Associates
Mark Siezen,
Bouwinvest
Guido Verhoef,
PGGM



VOORZITTER

Jeroen Winkelman

Jeroen Winkelman is Co-Head van ASR Real Assets Investment Partners en Head of Real Assets Investments. Eerder was hij in dezelfde functie werkzaam bij SWECO Capital Consultants, het platform dat per 1 mei is overgenomen door a.s.r. Daarvoor werkte Winkelman onder meer als Managing Director EMEA bij Nuveen in Londen en als Regional Manager International Investments Europe bij Bouwinvest Real Estate Investment Management, European Property Development in Praag en bij de Trammel Crow Company.



**Jaap
van der Bijl**

Jaap van der Bijl is sinds november 2016 Chief Executive Officer van Altera Vastgoed. Daarvoor werkte hij als Managing Director Investor Relations bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Eerder was hij onder meer Senior Head of Sales & Client Services Northern Europe bij AXA Real Assets, Director Investor Relations bij Syntrus Achmea Vastgoed en Manager van pensioenfondsen.



**Maarten
Briët**

Maarten Briët is sinds 2022 Co-Hoofd van Schroders Capital Real Estate Nederland. Daarvoor was hij in 2011 medeoprichter van Cairn Real Estate, dat in 2022 door Schroders Capital werd overgenomen. Eerder was Briët Senior Investment Professional in het vastgoedteam van de Qatar Investment Authority. Hij begon zijn carrière in 2001 als Analist en Associate bij Lehman Brothers Investment Banking.



**Randy
Caenen**

Randy Caenen is Uitvoerend Bestuurslid (CFRO) bij Nedlloyd Pensioenfondsen. Hiervoor was hij werkzaam bij APG Asset Management en PwC. Bij APG Asset Management was hij vanuit investment risk management nauw betrokken bij vastgoeddeals in met name Azië en Oceanië, maar ook in Europa. Bij PwC hield hij zich bezig met advieswerk voor de vastgoedportefeuille van ADIA. Caenen is alumnus van de Universiteit Maastricht, VU Amsterdam en INSEAD.



**Barbara
Maltha**

Barbara Maltha geeft als Principal leiding aan het Amsterdamse kantoor van Hodes Weill & Associates, gespecialiseerd in strategisch advies en capital raising voor beleggingsvehikels in vastgoed en reële assets. Eerder werkte Maltha bij CBRE Capital Advisors, Deloitte Real Estate Financial Advisory Services en Bouwinvest REIM. Zij is lid van de INREV Training & Education Committee. Maltha behaalde een Master in Real Estate & Housing aan de TU Delft.



**Mark
Siezen**

Mark Siezen is Chief Executive Officer van Bouwinvest. Voordat Siezen in dienst trad bij Bouwinvest, was hij Executive Director en lid van het Bestuur van CBRE Nederland. Eerder bekleedde hij diverse managementposities bij verschillende multinationale vastgoedbedrijven in Nederland en in het buitenland. Siezen studeerde Engineering Geology aan de TU Delft en Construction Project Management aan de University of Reading.



**Guido
Verhoef**

Guido Verhoef is Head of Private Real Estate bij PGGM sinds 2008. Hier is hij verantwoordelijk voor een team van 20 beleggers. Verhoef heeft gewerkt als ontwikkelaar bij BAM en later ING Real Estate Development. In 2000 is hij overgestapt naar de beleggingskant bij ING Real Estate Investment Management en in 2005 bij Bouwfonds IM.

waarschijnlijk de beleggingsstrategie weer te gaan uitvoeren. Daarbij speelt liquiditeit een rol. Beleggers die de afgelopen jaren met weinig leverage hebben belegd, zijn in het voordeel ten opzichte van beleggers die tijdelijk vastzitten in forward funding-projecten vanwege de gewijzigde rente. Ondanks de turbulentie op de markt blijft de langetermijnbenadering van beleggen in vastgoed gedreven door sterke onderliggende fundamenten. Dat is bijvoorbeeld terug te zien in de blijvende populariteit van beleggingen in vastgoed gerelateerd aan het thema 'living'.

Een van de onderliggende fundamenten van vastgoed is de inflation hedge. Hoe wordt daarover gedacht?

Van der Bijl: 'Een van de voordelen van vastgoed is de inflation hedge. Dat is van groot belang voor met name pensioenfondsen. Je kunt er overigens van uitgaan dat er bij stijgende inflatie in het kader van inkomenspolitiek regelgeving zal volgen. Dat is overigens niet zo heel erg. Er zal overleg met collega's worden gevoerd over de mate van huurindexering.'

Briët: 'Wij hebben drie jaar lang niet of nauwelijks geïndexeerd. Als er nu bezwaren tegen een relatief hoge indexering worden geuit, dan zeggen wij toch ook wel dat het jarenlang nul is geweest. Uiteraard hangt dit wel af van de sector. In onze zorgportefeuille houden we ook het maatschappelijk belang in de gaten.'

Maltha: 'Zeker voor commercieel vastgoed moet de discussie over indexering worden gevoerd. Bij woningen gaat het om de portemonnee van de huurder die op een gegeven moment niet voldoende over zal hebben voor de gestegen huur. Vooral bij de ontwikkelingen van nieuwe woonproducten zal niet moeten worden uitgegaan van een te hoge huur: het moet betaalbaar blijven.'

Wat is de impact van geopolitieke onrust op de verschillende Real Estate-markten?

Verhoef: 'Het geopolitieke risico en het klimaatrisico zijn altijd heel hoog, maar nu maken we het wel heel erg van dichtbij mee. Hoe kijken we nu naar China en andere Emerging Markets? Er wordt een parallel getrokken tussen China-Taiwan en

Rusland–Oekraïne, maar niemand die het precies weet. Voor mij is belangrijk dat je bij beleggen in vastgoed zelf met je voeten in de klei staat en niet moet sturen op basis van sentimenten. China is de tweede economie in de wereld, daar zou je wel degelijk een exposure willen opbouwen. Ik denk dat dat verantwoord gedaan kan worden, mits met lokale expertise.’

Caenen: ‘Destijds hebben we op de situatie China–Hongkong niet of nauwelijks gereageerd. Ik vind het enigszins merkwaardig dat we ons nu wel heel druk maken over China–Taiwan. Hoe dan ook, we moeten in scenario’s denken: met één scenario of één getallenreeks komen we er in de huidige situatie niet. Als het slechtste scenario nog steeds acceptabel is, moet je het gewoon doen. Zo niet, dan moet je misschien een keer weglopen. Investing through the cycles, dat vinden we allemaal belangrijk.’

Briët: ‘Een simpele waarheid is dat je in onzekere macro-economische tijden zo dicht mogelijk bij gebouwen moet blijven. Dat is het niveau waarop wij als operators invloed uit kunnen oefenen ten behoeve van het succes van een investering.’

Verhoef: ‘Het belangrijkste bij vastgoed is de cashflow. Die wil je overeind houden. De waardering hebben we in het verleden alle kanten op zien schieten, de laatste paar jaar heel mooi naar boven en recent weer een beetje naar beneden. Op de lange termijn zien de vooruitzichten voor vastgoed er goed uit: 7, 8 of 9% rendement is haalbaar.’

Wat zal de impact zijn van belangrijke demografische trends op de vraag naar vastgoed in de komende jaren? Is de visie op de impact van deze trends wezenlijk anders dan vóór de COVID-19-pandemie?

Siezen: ‘Dat vastgoed op de lange termijn goed zal blijven presteren, is gelinkt aan deze megatrends. Mensen moeten nu eenmaal in gebouwen wonen, werken en andere dingen doen. Onze researchafdeling ziet dat er door de COVID-19-pandemie structureel niet heel veel veranderd is. Dat komt door de aanhoudende rugwind van megatrends. Sommige megatrends zijn hooguit versneld.’

Maltha: ‘Demografische megatrends zijn heel bepalend voor alles wat met living te maken heeft. Ik vind ook dat de Artificial Intelligence (AI)-trend een soort vastgoedvraag ondersteunt. AI gaat veel voordelen brengen, maar zal misschien ook leiden tot een verschuiving in de samenleving, omdat met name de banen van lager geschoolden zullen verdwijnen. Een voorbeeld is de truckdriver die straks niet meer nodig is omdat er zelfrijdende wagens komen. We moeten er als samenleving over nadenken hoe we daarmee om moeten gaan en hoe we de betreffende mensen nieuwe kansen kunnen bieden.’

Van der Bijl: ‘Door AI zullen beroepen gaan verdwijnen en nieuwe ontstaan. Dat hebben we eerder meegemaakt met de opkomst van computers en internet. Banen verdwijnen en je krijgt een nieuwe scheidslijn in de maatschappij tussen wie aan de goede en de verkeerde kant zitten.’

Briët: ‘De sociale onrust neemt toe, zeker als je ziet hoe hoog de stakingsbereidheid is en hoe wankel het sociale evenwicht nu al is.’

Siezen: ‘Het grote gevaar van AI zijn de algoritmes die achter de social media zitten en de polarisatie en radicalisering in de hand werken. Daardoor wordt de gemeenschap, de community, gewoon uit elkaar getrokken.’

Caenen: ‘Die splitsing zie ik ook. AI is een mooie toevoeging aan het palet van analyses, maar het heeft een duistere kant. Ik heb het gevoel dat we AI nu gaan zien als een soort bron van ratio. Als mensen die in de beleggingswereld werken, zijn we graag rationeel en willen nog weleens vergeten dat we emotionele wezens zijn. AI is misschien de bron die ons iets rationeler naar de wereld laat kijken, maar laat het geen schijnzekerheid zijn. Als bijvoorbeeld de banken ook AI gaan toepassen bij het al dan niet verstrekken van leningen en niet >

‘Een simpele waarheid is dat je in onzekere macro-economische tijden zo dicht mogelijk bij gebouwen moet blijven. Dat is het niveau waarop wij als operators invloed uit kunnen oefenen ten behoeve van het succes van een investering.’

meer naar menselijkheid en andere zachte factoren kijken, hebben we een groot sociaal probleem.’

Verhoef: ‘Ik heb tot nu toe geen besluiten genomen op basis van AI. In het vastgoed moet je een langetermijnvisie ontwikkelen, want alles wat je nu bedenkt, staat er op zijn vroegst over drie jaar en de realiteit is eerder vijf tot tien jaar. Ik denk ook dat sociale media mensen tegen elkaar opzetten, waarbij ieder in zijn eigen bubbel zit. Daarom is het belangrijk dat we met zijn allen, niet alleen in Nederland maar in de hele wereld, aandacht blijven besteden aan een goede sociale en economische balans in de samenleving. Als alle mensen een fatsoenlijk ‘dak boven hun hoofd’ hebben, en als alles wat daarmee samenhangt goed geregeld is, geeft dat veel rust in de maatschappij. Vastgoed speelt hierbij een cruciale rol en is dus een belangrijke beleggingscategorie, waarmee je daadwerkelijk voor mens en maatschappij impact kunt maken.’

Er is sprake van een verschuiving van economische macht naar Azië. In hoeverre is deze markt interessant voor Nederlandse institutionele beleggers?

Caenen: ‘Heel interessant, maar onder de juiste voorwaarden. Denk daarbij aan transparantie, jurisdicties, ken je gebruiker, ken de steden, ken de demografie, ken de verschillende micro-economieën en vooral ook de mensen waarmee je zaken doet. Als je de middelen hebt om daar achter te komen, met mensen die de taal spreken en de cultuur kennen, zou ik zeggen dat je de beleggingskansen in Azië niet onbenut moet laten. Maar weet waar je aan begint en doe het niet als je ook maar enigszins twijfelt over je eigen kennis en kunde in de betreffende gebieden.’

Van der Bijl: ‘Als je in Azië wilt beleggen, moet je in feite hetzelfde huiswerk doen als in Nederland. Dus de hele rits afgaan: kwaliteit vastgoed en cashflow, lokale vraag- en aanbodverhoudingen en specifieke landrisico’s, onder andere rule of law, tax, valuta enzovoort. Een lokaal expertisenetwerk is noodzakelijk.’

Maltha: ‘De fundamentele onderwriting moet overal hetzelfde zijn. Toch zie je soms dat beleggers andere profielen aanhouden voor wat ze hier doen of voor wat ze in de Verenigde Staten of in Azië doen. Hoe kijken jullie daar tegenaan?’

Caenen: ‘Je moet niet alleen het gebouw kennen, maar ook de context daarvan.’

Verhoef: ‘Vanuit diversificatie-overwegingen is de markt in Azië zeer interessant. Markten verschillen wel degelijk. Of we nu beleggen in Azië of in Nederland, onze eisen aan de beleggingen zijn exact dezelfde. Wij meten niet met twee maten.’

Siezen: ‘De due diligence in het buitenland is wel degelijk anders. In Nederland is de due diligence helemaal gericht op het gebouw en de gebruikers daarvan. In het buitenland, waar wij indirect beleggen, gaat het bij de due diligence vooral om de fondsstrategie en de partner. Uiteindelijk moet het ertoe leiden dat de partner de due diligence op gebouwniveau op dezelfde manier doet als jij in je eigen land, met dezelfde waarden en ethiek.’

De trend om te investeren in nichecategorieën, zoals health care en life sciences, zet door. Wat maakt beleggen in nichecategorieën zo aantrekkelijk en wat is de volgende niche waar beleggers naar moeten kijken?

Maltha: ‘Ik denk dat veel beleggers beginnen met het opbouwen van een portefeuille in een bepaald werelddeel door gewoon goed te spreiden. Maar na verloop van tijd is er altijd ruimte om wat meer te gaan inzoomen. Als het gaat om niches, dan zie je nu en in de afgelopen jaren een grote focus op operationeel vastgoed. Wat wij aan trends in de Verenigde Staten zien – en die komen ook naar Europa – is interesse in bijvoorbeeld

‘AI gaat veel voordelen brengen, maar zal misschien ook leiden tot een verschuiving in de samenleving, omdat met name de banen van lager geschoolden zullen verdwijnen.’

coldstores. Dat sluit aan op de logistieke sector, maar is wel heel specifiek en anticipeert op de toekomst. Verder studio's: filmstudio's die worden gebruikt om onder andere series op te nemen.'

Hoe sustainable zijn die niches?

Maltha: 'Niche heet niet voor niets niche. Het is specialistisch vastgoed met vaak een beperktere huurdersmarkt dan de gevestigde vastgoedsectoren. Je moet als belegger wel specifieke kwaliteiten aan boord hebben om dat goed te kunnen beoordelen. Daarom zullen nichecategorieën nooit een grote beleggingsklasse worden.'

Hoe zit het met life sciences, een snelgroeiende sector die steeds belangrijker is voor de economie en de maatschappij?

Siezen: 'Bij life sciences-gebouwen heb ik vaak het gevoel dat het om marketing gaat. Dat vind ik nogal tricky.'

Verhoef: 'Life sciences-kantoren zijn bouwkundig heel anders ingericht dan 'normale' kantoren. Er zitten bijvoorbeeld meer installaties in en ze hebben veel zwaardere vloeren en hogere plafonds. De huurders van een life sciences-gebouw zijn ook aanzienlijk gebonden aan het gebouw en het lokale kennis- en ecosysteem. Je moet het type huurders van een life sciences-kantoor door en door kennen, het kaf van het koren weten te scheiden. Niet elk kantoor kwalificeert.'

Siezen: 'Je moet als institutionele vastgoed-investeerder heel goed begrijpen wat er gebeurt in de gebouwen waarin je belegt, welke rol het gebouw daarin speelt en dus welke kansen en risico's er aan een gebouw en/of huurder vastzitten. Life sciences is een breed begrip, maar de activiteiten die in deze gebouwen plaatsvinden, zijn vaak zeer gespecialiseerd. Dus beleggen in life sciences-gebouwen is wat mij betreft ook een echte specialisatie. Ik vraag me oprecht af of alle beleggers in life sciences-gebouwen in staat zijn om de bijbehorende kansen en risico's goed in te schatten.'

'Als alle mensen een fatsoenlijk 'dak boven hun hoofd' hebben, en als alles wat daarmee samenhangt goed geregeld is, geeft dat veel rust in de maatschappij.'

Real Estate wordt operationeler en in feite worden ook vastgoedspelers operationeler. Hoe houden institutionele beleggers daar rekening mee?

Briët: 'Wat operationeel vastgoed is, is volgens mij ook een kwestie van definitie. Maar je zou kunnen denken aan gebouwen waar het succes van het gebouw afhankelijk is van de operatie van de gebruikers. Als een belegger werkt met huurcontracten met bijvoorbeeld een kantooroperator, dan is het gebouw wellicht operationeel, maar is hij niet operationeel aan het investeren.'

Van der Bijl: 'In INREV-verband zijn we bezig met de beschrijving van operational real estate en de varianten. Als gebouweigenaar kun je service-elementen toevoegen. Dat zijn operationele zaken, maar niet het meest kernachtige van operational real estate. Dat is een andere tak van sport. Het klassieke voorbeeld is hotels, waar de eigenaar meedraait in de business. Wat je in ieder geval nodig hebt, is de expertise van de hotelbusiness. Je moet begrijpen wat de kern van het businessmodel is en hoe dat werkt. En dan ga je op zoek naar de mogelijkheden om te optimaliseren in termen van omzet en winstgevendheid.'

Verhoef: 'Je wilt dat de tent, het gebouw, vol zit. Hoe geef je dat precies vorm en met wat voor soort huurcontracten? Kortetermijncontracten kunnen prima werken, maar je moet wel zeker weten dat de operationele personen die daarover gaan, in staat zijn het betreffende gebouw vol te krijgen en vooral: te houden. Dat geeft eigenlijk meer vertrouwen dan tienjarige huurcontracten, want dan weet je niet precies wat er aan het eind van die periode gaat gebeuren.'

Briët: 'Je zou kunnen denken dat kortetermijncontracten minder zekerheid bieden dan langetermijncontracten, maar volgens mij is dat niet per se zo. Als je >



CV

Okan Yilmaz

Okan Yilmaz is Partner bij Almazara en heeft twaalf jaar ervaring in de vastgoedsector. Bij Almazara is hij, naast zijn leidinggevende functie, verantwoordelijk voor klantrelaties, strategisch vastgoedadvies, fondsselectie en portefeuillebeheer voor institutionele beleggers. Daarnaast zit hij in de advisory board van diverse internationale vastgoedfondsen. Hiervoor werkte hij bij Grontmij Capital Consultants, waar hij verantwoordelijk was voor verschillende internationale vastgoed- en infrastructuurfondsen.

Financial Investigator stelde Okan Yilmaz, Partner bij Almazara Real Assets Advisory, de volgende twee vragen:

Wat zal in de komende jaren de impact zijn van belangrijke demografische trends op de vraag naar Real Estate? Is de visie op de impact van deze trends wezenlijk anders dan vóór de COVID-19-pandemie?

‘De pandemie heeft onze visie op de impact van demografische trends niet wezenlijk veranderd. Wel geloof ik dat de pandemie ervoor heeft gezorgd dat sommige trends (tijdelijk) zijn versterkt, zoals de toename in thuiswerken, meer online winkelen enzovoorts. Een belangrijke trend, die we overigens al jaren hebben kunnen waarnemen en die een grote impact zal hebben op de langetermijnvraag naar Real Estate, is vergrijzing. Hoewel het tempo van vergrijzing verschilt van land tot land, is deze trend wel zichtbaar in een groot deel van de wereld, in het bijzonder in de ontwikkelde landen. De impact van de vergrijzingstrend op de vraag naar Real Estate zal zich met name manifesteren in een toenemende vraag naar betaalbare (senioren)woningen, verpleeghuizen en medische kantoren. Daarnaast hebben mensen in hun derde

levensfase ook een ander uitgavenpatroon en dat kan invloed hebben op winkelvastgoed.’

Wat vinden jullie van de SFDR? Helpt die om goede beslissingen te nemen?

‘Ik denk, of hoop in ieder geval, dat de SFDR zal helpen om greenwashing te bestrijden door meer transparantie en door uniformering van definities en rapportages. Maar de SFDR alleen is natuurlijk niet voldoende om de doelstellingen van Parijs te halen. Klimaatverandering, indien onvoldoende gemitigeerd, brengt financieel materiële risico's voor vastgoed met zich mee, zowel transitierisico's als fysieke risico's. Vastgoed is verantwoordelijk voor 30%-40% van de wereldwijde CO₂-emissies en dus staat de vastgoedwereld voor een enorme verduurzamingsopgave. Om de vastgoedwereld in beweging te krijgen, is inzet van investeerders nodig in de vorm van efficiënt en effectief engagement met vastgoedbeheerders. Coalitievorming door stakeholders op het gebied van engagement komt gelukkig eindelijk van de grond.’

‘De hele discussie over hoeveel ESG kost en wat het oplevert, doet niet voldoende recht aan de betere risico-rendementsverhouding die met ESG-beleggen kan worden behaald en ook niet aan de risicopremie die voor de langere termijn wordt ingebouwd.’

dagelijks weet wat de huurder wil en nadenkt over customer experience, dan kan je het snelst handelen om in te spelen op wensen van huurders. Huurders die ergens zitten, willen over het algemeen niet weg. Niemand heeft zin om te verhuizen. Ik denk dat huurders die gestart zijn met kortetermijncontracten, uiteindelijk langer in een flexibel gebouw blijven dan als ze een langjarig contract hadden getekend. Zo bezien verschaffen kortetermijncontracten wat mij betreft schijnonzekerheid.'

Van der Bijl: 'Als manager van operationeel real estate moet je heel klantgericht zijn. In het geval van bijvoorbeeld langjarige huurcontracten moet natuurlijk niet worden gewacht tot de opzegtermijn in het laatste jaar. Je moet er elke dag over nadenken hoe je ervoor kunt zorgen dat alles optimaal is. Dat is de juiste vorm van risk en opportunity management.'

Siezen: 'Zekerheid haal je veelal niet meer uit langjarige huurcontracten. De zekerheid zit meer, zoals al gezegd, in begrijpen wat de huurder doet. Of het nu een winkel is, een kantoor of whatever, het gaat erom dat de onderliggende business goed is. Ik heb liever een supergoede business op de juiste plek op een doorlopend halfjaarcontract dan een business op een langjarig contract waarvan je eigenlijk weet dat die niet langjarig op de betreffende plek gaat overleven.'

Maltha: 'Als de operator zo belangrijk is voor het succes van vastgoed, of in elk geval voor de stabiliteit van de cashflow, kan het interessant zijn om een belang te nemen in die operator. Dat zien we steeds vaker gebeuren. Als belegger moet je daarvoor wel de skills in huis hebben, want je begeeft je op een ander terrein dan dat van de traditionele gespreide vastgoedportefeuille.'

Caenen: 'De alignment met de operator, de huurder, moet hoe dan ook groter worden dan die nu is. Er komt immers veel op ons af. Niet alleen op financieel risicogebied, maar ook op andere gebieden. Als eindbelegger moeten we verantwoording afleggen richting deelnemers en ook aan de maatschappij.'

'Zekerheid haal je veelal niet meer uit langjarige huurcontracten. De zekerheid zit meer in begrijpen wat de huurder doet. Het gaat erom dat de onderliggende business goed is.'

Siezen: 'Je moet een soort middenweg bewandelen. Het is belangrijk om de operationele kant te begrijpen en misschien wel een aandeel te nemen in de operator. Maar er zitten wel limieten aan het meedoen. Ik zou de limiet daar willen zetten waar alternatieve aanwendbaarheid er niet of nauwelijks is. Als je heel afhankelijk bent van de operator, moet je daar misschien wel in participeren.'

Briët: 'Het is niet per se noodzakelijk om een belang in een operator te nemen, omdat niet elk gebouw met dezelfde operator functioneert. Niet alle concepten werken in alle markten. Eigenlijk moet je je afvragen of je als vastgoedbelegger niet een eigen operationeel team wilt hebben. Ik denk dat men er over het algemeen vooralsnog voor kiest om het uit te besteden, wat kan met een managementcontract. Wij geven dan de voorkeur aan een managementcontract, omdat wij dicht bij de gebruikers van ons gebouw willen staan en het als ons werk zien een gebouw succesvol te runnen.'

Hoe zit het met regelgeving op het gebied van ESG?

Van der Bijl: 'Via regelgeving zal onze verantwoordelijkheid steeds worden uitgebreid, met name op het gebied van ESG. Als verhuurder strekt dat zich uit naar hoe de huurder van de woning of winkel gebruikmaakt. Je zult de huurder moeten betrekken bij het behalen van ESG-resultaten.'

Maltha: 'Dat gebeurt nu al. Kijk naar wat GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) doet. Zij reageren op de behoefte van beleggers die voor hun gediversificeerde portefeuille op zoek zijn naar data op gebouwniveau, door het verstrekken van die data naast de gebruikelijke rapportages.' >

Verhoef: ‘Wij zijn erg bekend met GRESB. We zien dit verhaal van steeds hogere ESG-eisen op ons afkomen vanuit Brussel en daar moeten we op acteren. Als we dat niet doen, krijgen we dat later op ons brood in de vorm van hogere belastingen of lagere taxaties. We moeten nu door een zure appel heen bijten, maar we weten dat we daar wel uit moeten en ook kunnen komen.’

Is er een trade-off tussen financieel rendement en ESG-beleggen?

Maltha: ‘In de traditionele beleggingswereld wordt nog steeds de vraag gesteld of impactbeleggen en een goed financieel rendement wel samen kunnen gaan. Ik zie dat dat heel goed kan. Eigenlijk is het evident dat ESG-beleggen waarde creëert.’

Van der Bijl: ‘ESG is bij ons in het beleggingsproces geïntegreerd. De hele discussie over hoeveel ESG kost en wat het dan oplevert, doet niet voldoende recht aan de betere risico-rendementsverhouding die met ESG-beleggen kan worden behaald en ook niet aan de risicopremie die voor de langere termijn wordt ingebouwd.’

Siezen: ‘ESG is een geïntegreerd onderdeel van beleggen in vastgoed. Financieel rendement en het behalen van ESG-doelstellingen gaan hand in hand en er hoeft geen trade-off te zijn, zeker niet op de lange termijn. Impactbeleggen is wat ons betreft echt anders dan ESG-beleggen. Die twee termen worden te vaak met elkaar verward.’

Hoe kijken jullie aan tegen artikel 8- en 9-fondsen van de SFDR?

Siezen: ‘Als je als vastgoedfonds aan artikel 9 wilt voldoen, dan is je primaire doelstelling niet financieel, maar maatschappelijk rendement. Dan ben je per definitie financieel rendement aan het inleveren en is er dus sprake van een trade-off tussen financieel rendement en impact. Wij gaan overigens een product introduceren gericht op impact, waarvan de primaire doelstelling sociaal-maatschappelijk rendement zal zijn.’

Maltha: ‘Ik denk juist dat het de bedoeling van artikel 9 is dat het financieel rendement en de impact die je wilt maken op het gebied van duurzaamheid hand in hand

‘Wij zijn onszelf als sector, maar ook als toezichthouders, gek aan het maken als het gaat om meetbaarheid. Sommige zaken zijn zichtbaar, merkbaar, voelbaar, tastbaar, maar nog niet meetbaar.’

gaan. Het idee van artikel 9 is om beter te definiëren wat een impactfonds doet en het meetbaar te maken. Door er transparant over te rapporteren, wordt het risico van greenwashing aanzienlijk minder.’

Caenen: ‘Het probleem dat ik met ESG en de meetbaarheid daarvan heb, is dat niet alles op korte termijn meetbaar is. Wij zijn onszelf als sector, maar ook als toezichthouders, gek aan het maken als het gaat om meetbaarheid. Sommige zaken zijn zichtbaar, merkbaar, voelbaar, tastbaar, maar nog niet meetbaar. Er bestaat ogenschijnlijk nog maar één taal en die lijkt erg op die van de accountant: het moet meetbaar zijn. De maatschappij om ons heen verwacht meetbaarheid, onder andere ingegeven door uitgesproken krantenkoppen. Er zijn wat dat betreft niet genoeg tegengeluiden, mensen die af en toe terugduwen richting pers, politiek, ESMA en zeggen: we moeten reëel blijven.’

Verhoef: ‘Er komt steeds meer regelgeving en als sector zijn we bezig te voldoen aan alles wat gevraagd wordt. Maar laten we daar in vredesnaam niet in doorschieten. Dat zou zonde zijn, want vastgoed is iets waar je mooie dingen mee kunt doen. Je kunt ermee sturen. Het is onvermijdelijk dat je daarover transparant moet rapporteren. Daar heb ik op zich vrede mee, want voor de deelnemers moet het duidelijk zijn dat er met hun geld goede dingen gebeuren. Echter, het gevaar van doorschieten ligt op de loer. Met dit laatste schiet de pensioendeelnemer niets op.’

Siezen: ‘Uiteindelijk zijn het de deelnemers die hun fondsen aanspreken. Die zeggen: ik heb dat geld bij elkaar gespaard door veertig jaar hard te werken en ik wil dat daar goeie dingen mee gebeuren. SFDR kan helpen dat inzichtelijk te krijgen.’ ■

CONCLUSIE

Ondanks stijgende rente en hoge inflatie houden veel Europese vastgoedbeleggers vast aan hun langetermijnvisies.

Er is vooralsnog wel een afwachtende houding ontstaan, maar het zou verkeerd zijn in de stress te schieten en op de paniekrem te trappen.

Vastgoed blijft een belangrijke beleggingscategorie waarmee voor mens en maatschappij impact gemaakt kan worden.

Als institutionele vastgoedinvesteerder moet je heel goed begrijpen wat er gebeurt in de gebouwen waarin je belegt en welke kansen en risico's er aan een gebouw en/of huurder vastzitten.

ESG is een geïntegreerd onderdeel van beleggen in vastgoed.

Financieel rendement en het behalen van ESG-doelstellingen gaan hand in hand en er hoeft geen trade-off te zijn.

Klimaatplannen staan niet los van andere overheidsdoelen

De urgentie van versnelling van de verduurzamingsopgave door de rijksoverheid klinkt door in het Ontwerp Beleidsprogramma Klimaat van klimaatminister Rob Jetten. En dat is een goed teken. Bij het lezen van de stukken komt echter wel de vraag naar boven of de aangekondigde plannen daadwerkelijk genoeg zijn om onze gezamenlijke verduurzamingsopgave fors aan te jagen.

Het is duidelijk dat de problematiek rondom klimaatverandering vraagt om een fundamentele transformatie van onze samenleving. Het is noodzakelijk dat de overheid daarvoor de benodigde richting geeft en concrete ambitieuze doelstellingen formuleert. Het Ontwerp Beleidsprogramma Klimaat beschrijft de hoofdlijnen van het klimaatbeleid voor de periode tot en met 2030 en zet daarbij terecht ook in op de verduurzaming van de bestaande bouw.

Voor maatschappelijk betrokken lange-termijnbeleggers, zoals de institutionele beleggers in mijn achterban, is verduurzaming al jarenlang 'top of mind'. Met relatief jonge vastgoedportefeuilles met hoofdzakelijk 'groene' energielabels en een duidelijke strategie op de termijn waarbinnen Paris Proof gehaald moet zijn, lopen zij vooruit op de troepen.

Op een aantal punten pakt de overheid met deze klimaatplannen de regie ten faveure van partijen die 'willing and able' zijn. De in het ontwerp-beleidsprogramma aangekondigde aanpassing van het instemmingsrecht bij aanpassingen aan het gehuurde is daarvan een voorbeeld. Het maakt dat woningverhuurders voor hun verduurzamingsplannen een draagvlak moeten krijgen van 70% van alle huurders die reageren op de plannen van de verhuurder, in plaats van 70% van alle huurders in het betreffende complex. Verduurzaming is immers geen keuze meer, maar ons gezamenlijk belang, waar ook huurders een belangrijke rol in spelen.

Maar er kan nog veel meer ingezet worden op de versterking van elkaars onmisbare rol in de keten. Het proces wordt bemoeilijkt doordat er (nog) niet altijd een gezamenlijke 'taal' wordt gesproken. Dat is misschien logisch, omdat de stakeholders in dit urgente en complexe proces nog lang niet allemaal in dezelfde fase verkeren. Maar het bemoeilijkt het gesprek en dus de transitie. Zo worden er in de markt erkende standaarden (CRREM en Paris Proof) gebruikt als referentie. Het ontwerp-beleidsprogramma gebruikt deze standaard(en) niet, maar formuleert aparte eindnormen en streefwaarden voor utiliteitsbouw en woningen.

Naast een duidelijke richting en concrete, ambitieuze doelstellingen vanuit de overheid vereist deze transitieopgave ook, én nadrukkelijk, dat de overheid de samenhang met de andere beleidsonderdelen bewaakt en in balans brengt.

De klimaatplannen zijn niet los te zien van de dreigende regulering van het middenhuur-woonsegment. Als de plannen van minister Hugo De Jonge voor Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening doorgaan en er wordt gekozen voor een verregaande reguleringsvariant, zal dit de investeringen in duurzame nieuwbouw door professionele ontwikkelaars en institutionele beleggers ontmoedigen en kan dit ook een negatieve impact hebben op de verduurzamingsopgave van het bestaande bezit. Daarmee komt niet alleen het behalen van de gestelde beleidsdoelen met betrekking tot de woningproductie ernstig in gevaar, maar vormen de reguleringsplannen tevens een bedreiging voor de noodzakelijke klimaattransitie. Politici en beleidsmakers moeten daar goed van doordrongen zijn.

Belangrijk is dat het overheidsbeleid in het grotere geheel wordt gezien, dat er wordt gekeken naar de langetermijneffecten en dat er vanuit die stippen op de horizon nú de juiste acties worden ondernomen. ■



Door **Judith Norbart-ten Hoor**,
Directeur van de
Vereniging van
Institutionele
Beleggers in Vastgoed,
Nederland (IVBN)

Vooruitzichten voor de woningmarkt: kansen en risico's

De mouwen moeten worden opgestroopt om de woningmarkt in Nederland te verbeteren. Financial Investigator vroeg Jaap van der Bijl, Chief Executive Officer van Altera Vastgoed, naar zijn visie als belegger in onder meer huurwoningen in Nederland namens diverse pensioenfondsen en verzekeraars.

Door Wim Groeneveld

Wat zijn de belangrijkste ontwikkelingen die momenteel fundamenteel van invloed zijn op de woningmarkt?

‘De demografische en sociaaleconomische ontwikkelingen blijven fundamenteel van invloed. Waar en hoe willen mensen wonen? Is er voor iedereen een passende woning? Natuurlijk doen wij ook onderzoek naar de woningvraag. Wij zien de bevolking en het aantal huishoudens nog steeds groeien, terwijl er te weinig woningen zijn. De oorzaken van deze mismatch hebben een lange historie en de echte oplossing voor de woningmarkt vraagt ook om een lange adem. Er is geen quick fix. Uiteindelijk is de echte oplossing dat langdurig en gestaag nieuwe duurzame woningen worden gebouwd. Dat is misschien geen nieuws, maar om vraag en aanbod meer

in evenwicht te brengen, is meer tijd en meer geld nodig dan menigene denkt. Het woningtekort blijft nog minstens twintig jaar bestaan. De vraag naar woningen is langdurig en voorspelbaar. Dat is vanuit het perspectief van een belegger gunstig.’

Wat is het effect van de hogere inflatie en de hogere rente?

‘Inflatie heeft een gunstig effect op vastgoed omdat huren kunnen meebewegen met het inflatieniveau. Wel is de huidige inflatiepiek zodanig, dat wij ons afvragen of onze huurwoningen betaalbaar blijven voor onze huurders. Dat zijn met name huishoudens met een laag inkomen of hoger. Als institutionele belegger letten wij ook op hun belangen.

Rente heeft een ander effect. Allereerst is het de vraag of nieuwbouwprojec-



ten financieel nog haalbaar zijn. Het risico dat de bouw van nieuwe woningen inzakt, is reëel. De vastgoedmarkt zal zich moeten aanpassen aan de hogere kosten van financiering. Dat geldt voor bouwbedrijven, maar ook voor corporaties en institutionele beleggers. Door de hogere hypotheekrente stijgen de woonlasten van een koopwoning. Voor meer mensen wordt een koopwoning onbereikbaar.’

Hoe kunnen institutionele beleggers die beleggen op de woningmarkt zich indekken tegen de impact van de inflatie en de stijgende hypotheekrente?

‘De rente en inflatie zijn in 2022 fors opgelopen. Institutionele beleggers en de vastgoedmarkt maken nu ‘pas op de plaats’ omdat de marktpact nog moet

uitkristalliseren. Centrale banken houden vast aan het rente-instrument om inflatie te beteugelen, ondanks de negatieve invloed van rente op de economie. Hierdoor komt de ontwikkeling van de lonen ook in het gedrang. De hogere hypotheekrente beïnvloedt de prijs van koopwoningen. De vraag zal wat afnemen, omdat voor de lagere middeninkomens kopen moeilijker zal zijn. Deze doelgroep zal een huurwoning gaan zoeken, maar kan niet terecht in de sociale huur.’

Bent u tevreden met de rol die de overheid speelt? Moet er iets worden veranderd?

‘Wij zijn ontevreden over de rol van de overheid. Er wordt via regulering geprobeerd om zowel de vraagzijde als de aanbodzijde van de woningmarkt vlot te trekken. De regule-

ring aan de vraagzijde concentreert zich vooral op het herverdelen van schaarste, maar dat lost het probleem van te weinig woningen echt niet op, omdat de regulering de haalbaarheid van nieuwbouwprojecten negatief beïnvloedt. Het is 'dweilen met de kraan dicht'. De opeenstapeling van regels en nieuwe regels die daar bijkomen, creëren een afwachtende houding in de markt, terwijl het voor het draagvlak belangrijk is om een stabiel en voorspelbaar kader te hebben, zodat pensioenfondsen blijven beleggen in goede, duurzame en betaalbare woningen.

De overheid wil graag bereiken dat in 2030 zo'n 900.000 woningen zijn toegevoegd aan de voorraad: meer dan 100.000 woningen per jaar. De overheid bouwt zelf niet, maar kan randvoorwaarden creëren, waardoor marktpartijen wel gaan bouwen. De overheid moet zich verbinden met de stakeholders op de markt om samen de doelstelling concreet te maken.

Belangrijke vraagstukken zijn waar kan worden gebouwd, om wat voor soort woningen het gaat, voor welke doelgroepen die bedoeld zijn en hoe we dat gaan financieren. Er is veel geld nodig. Institutionele beleggers kunnen een belangrijke bijdrage leveren door middenhuurwoningen te bouwen die goed, duurzaam en betaalbaar zijn. Wij beleggen namens pensioenfondsen voor pensioengerechtigden en een marktconform rendement is daarvoor noodzakelijk.

Leidt de energietransitie tot hogere kosten in de woningbouw?

'Nee. Wij hebben duurzaamheid geïntegreerd in ons beleid en onze beleggingsportefeuille. Dat doen we om voordelen te behalen voor beleggers én bewoners én de samenleving. Een lager energieverbruik zorgt voor lagere woonlasten, een lagere CO₂-uitstoot en minder risico. Duurzame nieuwbouw draagt bij aan doorstroming en een toekomstbestendige woningvoorraad. Het lukt ons om nieuwe woningen te bouwen die voldoen aan de eisen vanuit Nederland en Europa, die het financiële resultaat opleveren dat pensioenfondsen nodig hebben en die minder energiekosten met zich meebrengen voor de huurder. Bestaande woningen verduurzamen is een andere opgave. Bij oudere woningen uit de jaren vijftig zijn aanzienlijke investeringen nodig. Die hebben wij niet, maar woningcorporaties wel. De energietransitie is noodzakelijk en beïnvloedt de mogelijkheden van corporaties om tegelijkertijd nieuwe woningen te bouwen. Wij kunnen en willen samenwerken met corporaties om beide doelen te bereiken, namelijk meer nieuwe duurzame woningen in de middenhuur en daarmee ook ruimte creëren voor verduurzaming van ouder bezit.'

Hoe denkt u dat de Nederlandse woningmarkt er in de toekomst uit gaat zien? En welke rendementen verwacht u?

'De huidige plannen inzake regulering van de woning-

markt helpen echt niet om het tekort aan woningen op te lossen. Er zijn meer middenhuurwoningen nodig als scharnier tussen het sociale huursegment en koopwoningen. Niet alleen voor de middeninkomens, maar juist ook voor starters en senioren, zodat de doorstroom op de woningmarkt verbetert. De schaarste op de woningmarkt is persistent en zal nog vele jaren het marktbeeld bepalen, overigens tot frustratie van woningzoekenden. Het leidt bovendien tot maatschappelijke onrust.

Het opschalen van de nieuwbouw naar een niveau om de achterstand en de tekorten in te lopen, kan pas lukken als alle stakeholders – dus ook de overheid – elkaars belangen verenigen en als ze gezamenlijk polderen om voorspelbaar en langdurig met elkaar te werken aan de echte oplossing, namelijk meer woningen aan de voorraad toevoegen, zoals wij ook in de afgelopen jaren hebben gedaan.

Als institutionele belegger verwachten wij dat het rendement waarschijnlijk wel lager zal zijn dan in voorgaande jaren. Ondanks dat bieden woningen nog steeds een aantrekkelijk risico-gewogen rendement. Juist door de schaarste is er een fundamentele driver. Bovendien biedt vastgoed ook inflatiebescherming en risicodiversificatie ten opzichte van zakelijke en vastrentende waarden. Institutionele beleggers kunnen door te beleggen in goede, betaalbare en duurzame woningen tevens een belangrijke maatschappelijke bijdrage leveren aan verduurzaming van de woningmarkt.' ■



Jaap van der Bijl

Chief Executive Officer,
Alterra Vastgoed

IN HET KORT

Om vraag en aanbod op de woningmarkt op elkaar af te stemmen, moeten langdurig en gestaag nieuwe duurzame woningen worden gebouwd.

Door de stijgende hypotheekrente wordt kopen voor meer mensen onbetaalbaar en neemt de vraag naar huurwoningen toe.

Regulering vanuit de overheid heeft een averechts effect op de haalbaarheid van nieuwbouwprojecten.

Duurzame nieuwbouw biedt tal van voordelen voor beleggers, bewoners en de samenleving.

Het rendement op de woningmarkt zal afnemen, maar het blijft een aantrekkelijke markt.

Kansen en risico's bij klimaatomslog in vastgoedwereld

Extreme weersomstandigheden, nieuwe klimaatregelgeving en hoge energieprijzen zetten het belang van een goed duurzaam beleid volop in de schijnwerpers binnen de vastgoedwereld. Naast een betere risicobeheersing betaalt dat zich via tevreden huurders ook uit in een aantrekkelijk financieel rendement.

Door Michiel Pekelharing

Hoe groot is het risico dat een gebouw verzakt als gevolg van droogte, of dat er waterschade ontstaat bij een overstroming? Wie nu pas mogelijkheden bekijkt om duurzame factoren in het beleggingsbeleid te verweven, heeft de boot gemist. Want hoewel bovenstaande fysieke risico's zich vaak pas op de lange termijn laten voelen, staat het duurzame transitierisico nu al ruimschoots in de schijnwerpers. Als gevolg van het Klimaatakkoord van Parijs (2015) hebben bijna alle landen afgesproken om de opwarming van de aarde te beperken tot ruim onder de 2 °C. Om dat voor elkaar te krijgen, moet de CO₂-uitstoot op korte termijn al een flink stuk omlaag.

Voor de vastgoedsector is een grote rol weggelegd bij de klimaatomslog. Maar liefst 38%¹ van de wereldwijde CO₂-uitstoot is namelijk afkomstig van gebou-

wen. De enorme stijging van energieprijzen als gevolg van onder meer de oorlog in Oekraïne zorgt er bovendien voor dat bedrijven die al investeerden in energiebesparende maatregelen en hernieuwbare energie, zoals het plaatsen van zonnepanelen, nu al een groot kostenvoordeel hebben.

Bij Bouwinvest Real Estate Investors wordt de focus op duurzaamheid nadrukkelijk niet alleen gedreven door financiële en risico-overwegingen. 'We zien het als onze verantwoordelijkheid om een rol te spelen bij de klimaatomslog die de sector moet maken', benadrukt Bernardo Korenberg, Head of Sustainability and Innovation bij Bouwinvest. 'Vastgoed vormt een belangrijk onderdeel van de Nederlandse economie. Niet alleen omdat mensen er wonen en werken, maar ook omdat een groot deel van het pensioenvermogen erin is geïnvesteerd. Pensioenfondsen streven niet alleen naar een goed financieel rendement, maar ook naar een leefbare wereld waar hun deelnemers ook in de toekomst van hun oude dag kunnen genieten. Goed vastgoedbeheer heeft in zekere zin een vergelijkbaar uitgangspunt. Bedrijven die behalve op het directe rendement ook de focus leggen op het bouwen of verbouwen van panden waar mensen met plezier wonen of werken, gaan een mooiere toekomst tegemoet dan ondernemingen die alleen maar naar de financiële cijfers kijken.'

De bewijzen stapelen zich echter op dat de groene premie – of zogeheten brown discount – er wel degelijk is. Onder meer ING en de Universiteit Tilburg hebben in recente rapporten becijferd dat een belegging in duurzame gebouwen ook een hoger financieel rendement oplevert. Maar in de praktijk hebben veel vastgoedpartijen er moeite mee om het rendement van duurzame investeringen inzichtelijk te maken in een business case. Dat roept de vraag op hoe je globale concepten, zoals duurzaamheid en klimaatrisico's, kunt vertalen naar een vastgoedportefeuille.

'Een goed duurzaam beleid draait om meer dan alleen het beheersen van klimaatrisico's. Het is bij uitstek ook een hulpmiddel om waarde toe te voegen aan een vastgoedportefeuille.'

Uitbesteden? Zelf aan de slag!

Je kunt natuurlijk een consultancybureau inhuren om bijvoorbeeld de fysieke klimaatrisico's voor je portefeuille in kaart te brengen. Korenberg: 'Maar in onze ogen krijg je pas echt goed zicht op alle risico's en kansen als je zelf aan de slag gaat. We hebben er dan ook bewust voor gekozen om zelf eerst een analyse te maken. Daar-

voor maken we gebruik van publiek beschikbare data, zoals klimaatmodellen en -scenario's. Zo kunnen we voor al onze panden kijken hoe hoog het bruto fysieke omgevingsrisico is. De volgende stap is dan om dat te vertalen naar het netto-
risico van een pand. Een gebouw met een groen dak is bijvoorbeeld veel beter bestand tegen een hittegolf en hevige neerslag dan een kale donkere dakbedekking. Uiteraard kijken we ook naar het type en soort vastgoed en de gebruikers. Risico's bij zorgvastgoed kennen bijvoorbeeld een strengere indeling vanwege de meer kwetsbare gebruiker. Immers: hitte brengt een hoger risico voor ouderen en mensen met een kwetsbare gezondheid met zich mee.'

Door stapsgewijs in te zoomen van landsniveau via de buurt naar individuele gebouwen, ontstaat een gedetailleerd overzicht van alle objecten in een beleggingsportefeuille. Aan de hand hiervan komt duidelijk naar voren waar de risico's liggen, maar juist ook welke kansen er zijn. 'Dit biedt ons veel handelingsperspectief', aldus Korenberg. 'Bij elk object zien we of er op korte termijn al maatregelen moeten worden genomen, of dat we juist kunnen wachten tot een huurderswisseling om dan een verbetering te maken. Naast onze intrinsieke motivatie om te verduurzamen, is er een ander belangrijk uitgangspunt. Namelijk dat we niet verrast willen worden door nieuwe regelgeving. Want als je gedwongen wordt om maatregelen te nemen, betaal je vaak heel hoge kosten voor arbeid en materialen. Dat komt doordat heel veel andere partijen op hetzelfde moment vergelijkbare aanpassingen moeten maken. Voor ons is het dus heel belangrijk om zelf de regie te houden.'

Een goed beleid draait echter om meer dan alleen het sturen op klimaatrisico's. Verduurzaming is bij uitstek ook een hulpmiddel om waarde toe te voegen aan een vastgoedportefeuille. Een energieefficiënt pand met een lage CO₂-footprint

'Goede samenwerking is op klimaatvlak de sleutel voor succes op de lange termijn.'



CV

Bernardo Korenberg

Bernardo Korenberg is sinds 2012 Head of Sustainability & Innovation bij Bouwinvest. In deze rol is hij verantwoordelijk voor de duurzaamheidsstrategie, -beleid en -richtlijnen van de vastgoedbeleggingen en de bedrijfsvoering en zorgt voor de uitvoering hiervan. Korenberg studeerde aan de Universiteit van Groningen (Environmental & Infrastructure Planning), TSM Business School (MBA) en werkte eerder in zijn carrière onder meer als Projectmanager Gebiedsontwikkeling bij Projectmanagementbureau Rotterdam.

zal lagere exploitatiekosten hebben. Het begrip duurzaam heeft echter ook nog een andere lading. Korenberg zegt daarover: 'Een gebouw moet een fijne plaats zijn om te wonen en/of te werken. Hiervoor moeten allerlei zaken samenkomen. Een goed en gezond binnenklimaat dat niet te warm of te koud is, vormt een belangrijke voorwaarde. Ook voorzieningen dragen hieraan bij. Denk aan voldoende recreatieruimte of een goed bedrijfsrestaurant. Bij grote bedrijven geven duurzame factoren bovendien steeds vaker de doorslag bij de selectie van een nieuw kantoor. Een groen kantoor is voor ondernemingen namelijk steeds meer het visitekaartje voor het voeren van een verantwoord beleid.'

Het gebied rondom het Olympisch Stadion in Amsterdam is een goed voorbeeld van een project waar alle duurzame elementen samenkomen. Het stadion dat bijna een eeuw geleden werd gebouwd voor de Olympische Spelen van 1928, bleef als icoon behouden voor de stad. Hoewel het binnenterrein nog steeds geschikt is voor verschillende sportactiviteiten, heeft het complex een nieuwe rol gekregen als locatie voor evenementen en bijeenkomsten. Dat geldt ook voor enkele andere panden in de omgeving. De bekende Citroën-garage is omgebouwd tot multifunctioneel duurzaam kantoor met >

een daktuin, terwijl er ook nieuwe appartementencomplexen op het terrein zijn gebouwd. 'De transformatie heeft een hip, leefbaar gebied opgeleverd dat nieuw elan geeft aan de buurt. Maar ook bij nieuwe projecten maken we echt een duurzaam verschil', vertelt Korenberg. 'Een mooi voorbeeld zijn de slimme appartementen in het Eindhovense Nextgebouw. Daarin staan ook een wasmachine en een droger, die aangaan op het moment dat de elektriciteitsprijzen laag liggen. Dat gebeurt op momenten dat er veel stroom wordt opgewekt, zoals op een zonnige middag. De woonruimtes zitten bovendien vol lichtsensoren, waardoor lampen automatisch aan en uit gaan. Zo zorgt de technologie, behalve voor energiebesparing, ook voor een groeiend bewustzijn van de gebruikers van de ruimte. Want een duurzaam gebouw maakt pas een verschil als het op een slimme manier wordt gebruikt.'

Duurzame samenwerking

Een goede samenwerking is op klimaatvlak de sleutel voor succes op de lange termijn. 'Voor ons als bedrijf is die belangrijk, aangezien we een veel breder inzicht krijgen dan wanneer we alleen vanuit onze eigen rol naar klimaatontwikkelingen kijken. Ook als je kijkt naar de

klimaatproblemen die er liggen, is het noodzakelijk om samen op te trekken. Want geen enkele partij kan op eigen kracht klimaatverandering oplossen. Een van de zaken waar duurzame samenwerkingen nu op focussen, is het ontwikkelen van een methodiek om klimaatrisico's in kaart te brengen. Het zou heel mooi zijn als we over een paar jaar in duurzaam opzicht dezelfde taal spreken binnen de sector. Dat geldt voor het aanpakken van de klimaatuitdagingen, maar ook in financieel opzicht kan daar een voordeel aan zitten. Bijvoorbeeld in de vorm van lagere verzekeringspremies voor duurzame, toekomstbestendige gebouwen.'

Bouwinvest is aangesloten bij verschillende onderzoeksprogramma's, zoals RED & BLUE en de Dutch Green Building Council. Daar zit Bouwinvest met allerlei spelers aan tafel, zoals overheden, marktpartijen, onderwijsinstellingen en andere betrokkenen. Korenberg: 'In die diversiteit zit ook de grote kracht van samenwerking. Net zoals je ziet dat bedrijven met een diverse personeelssamenstelling beter in staat zijn om zich aan te passen aan een veranderende wereld en met de tijd mee te gaan.' ■

1 Bron: Spotlight: Property and Carbon – Savills, 2021.

IN HET KORT

De vastgoedsector moet en kan een grote bijdrage leveren bij de aanpak van klimaatuitdagingen en andere maatschappelijke thema's zoals inclusieve en leefbare steden.

Duurzame investeringen leveren op termijn vaak ook een mooi financieel rendement op.

Wie duurzaamheid vanuit portefeuilleniveau benadert, mist mogelijk kansen en risico's.

Bouwinvest maakt voor elk object een analyse op duurzaamheid.

DRIE REDENEN VOOR EEN DUURZAME FOCUS

Bij Bouwinvest is het belang van duurzaamheid verankerd in de bedrijfsstrategie. Een eerste reden is dat een duurzaam pand een beter risico-rendementsprofiel kent en de klimaatgevoeligheid van een pand op de lange termijn grote impact heeft op het investeringsrendement. Volgens Bernardo Korenberg zien grote institutionele beleggers dat ook.

'We merken steeds meer dat onze duurzame aanpak helpt om nieuwe investeerders te vinden, maar ook om bestaande beleggers langer aan ons te binden. Door de groeiende focus op duurzame factoren krijgen gesprekken met beleggers bovendien een nieuwe dimensie. Grote pensioenfondsen stoppen er bijvoorbeeld veel energie in om de impact van hun beleggingen beter in kaart te brengen. Als vastgoedinstelling kom je dan niet meer weg met een mooie duurzame quote en een statement in het jaarverslag.

Vastgoed is bovendien een interessante beleggingscategorie, omdat je er tastbare impact mee kan maken. Denk naast het bijdragen aan de energietransitie bijvoorbeeld ook aan het bijdragen aan een inclusieve en leefbare stad. Dat kan door mensen een betaalbare en kwalitatief hoogwaardige woning te bieden met stabiele voorwaarden.

Daarbovenop betaalt onze duurzame focus zich ook uit voor de toekomst van Bouwinvest. De arbeidsmarkt is de laatste jaren heel krap geworden. De nieuwe generatie heeft de banen voor het uitzoeken. Jongeren willen graag werken voor een onderneming die dezelfde waarden en doelstellingen heeft als zijzelf hebben. Het geeft veel voldoening om aan de nieuwe werknemers die we aantrekken te merken dat onze duurzame focus zich ook in dit opzicht uitbetaalt. Binnen ons bedrijf is de afgelopen tien jaar veel veranderd. Duurzaamheid zit in de genen van de medewerkers en is een gemeenschappelijke verantwoordelijkheid.

Ooit begon ik als eenling, maar inmiddels werk ik met een team van vijf ESG-specialisten dat de strategische kaders uitzet en de rest van de organisatie ondersteunt bij de implementatie met een rechtstreekse rapportagelijijn naar de Chief Executive Officer. Dit alles onderstreept wel dat Bouwinvest echt werk maakt van een duurzaam beleid.'

Pensioenseminar 'The Road to Net Zero'

Datum: 31 oktober 2022 – 13.00-17.15 uur

Locatie: MN, Den Haag

Hoe breng je je investeringen in lijn met CO₂-reductiedoelen? Wat zijn de voor- en nadelen van het streven naar Net Zero voor het rendement van je portefeuille?

Wat zijn best practices met betrekking tot het beheersen van klimaatrisico's? Hoe zet je goede governance op?

Welke risico's kent 'The Road to Net Zero'? Hoe beheers je de risico's in het licht van een dreigende recessie, geopolitieke onrust en hoge inflatie?

Deze en andere relevante actuele vragen staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus over 'The Road to Net Zero' op **maandagmiddag 31 oktober 2022 van 13.00 tot 17.15 uur** ten kantore van **MN in Den Haag**.

Het seminar zal geleid worden door **Pim Poppe**, Lead Consultant bij Probability & Partners.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Krispijn Bertoen**, Head of Responsible Investment, MN
- **Julie Delongchamp**, Climate Transition Risk Analyst, Wellington Management
- **Karin van Dijk**, Fondsmanager ASN Biodiversiteitsfonds, ASN Impact Investors
- **Fatima Hadj**, Climate Investment Strategist, HSBC Asset Management
- **Arthur van der Kruijf**, Adviseur Maatschappelijk Verantwoord Beleggen, Achmea Investment Management
- **Angélique Laskewitz**, Directeur, VBDO
- **Jacob Schoenmaker**, Hoofd Beleggingen, Pensioenfonds UWV
- **Martijn Scholten**, CIO, MN
- **Hans Stoter**, Global Head of AXA IM Core, AXA Investment Managers

Tijdens het event zal **Angélique Laskewitz**, Directeur van VBDO, op **feestelijke wijze** bekendmaken welk Nederlands pensioenfonds in het kader van de VBDO Benchmark Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen 2022 het beste scoort op het gebied van het verantwoord beleggingsbeleid.

De middag wordt afgesloten met een hapje en een drankje.



Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus. Meerdere bestuursleden van een fonds zijn welkom.

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-31-10-2022



In samenwerking met:



De duurzame belegger voor een wereld in verandering



Private Real Estate: de grootste beleggingscategorie ter wereld

Als we naar de marktkapitalisatie van alle beleggingscategorieën ter wereld kijken, steekt er één met kop en schouders boven alles uit: privaat vastgoed, met een allocatie in de wereldmarktportefeuille van meer dan 50%. Maar is dat dan ook meteen de Markowitz-optimale allocatie? En als we privaat vastgoed uitsluiten, welke beleggingscategorieën 'profiteren' dan in een Markowitz-optimale portefeuille?

Door Harry Geels

Er wordt niet veel onderzoek gedaan naar de 'global market portfolio' (GMP). Toch is het om verschillende redenen interessant om uit te rekenen hoe de wereld zijn vermogen heeft belegd. Ten eerste kan het worden gezien als de ultieme beleggingsportefeuille op basis van de wisdom of the crowd. Zo'n portfolio is daarmee een spiegel voor iedere belegger. De belegger kan zich afvragen waarom zijn of haar portefeuille afwijkt van hoe op wereldniveau wordt belegd. Heeft dat te maken met verplichtingen die tegenover de beleggingen gelden, met speciale voorkeuren, met de bekende home bias, of met het idee dat de belegger zelf een betere portefeuille kan samenstellen? Alleen al door deze vragen te beantwoorden, kan een belegger

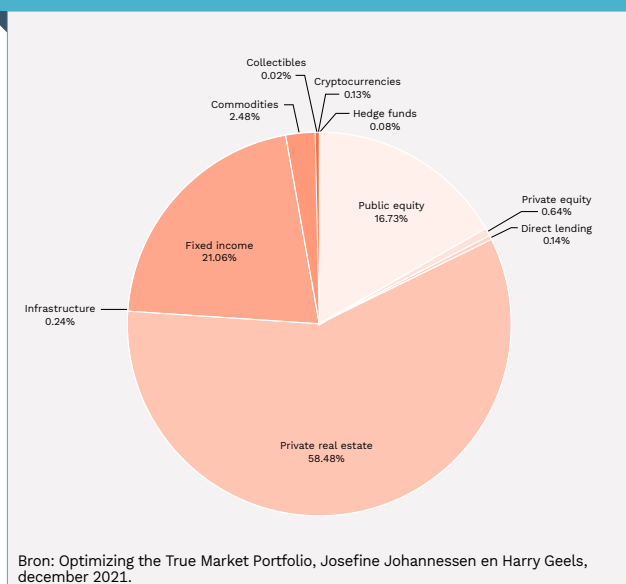


inzicht krijgen in het eigen beleggingsgedrag.

Maar het volgen van de GMP door de tijd heen kan

ook andere inzichten geven. Bijvoorbeeld in de ontwikkeling van de global wealth en in de samenstelling ervan. Krijgen bepaal-

FIGUUR 1: DE GMP IN PERCENTAGES VAN DE TOTALE MARKTKAPITALISATIE PER DECEMBER 2020



de asset classes meer of minder gewicht, komen er nieuwe categorieën bij of vallen er categorieën af? Gezien het belang van de GMP is het vreemd dat er zo weinig onderzoek wordt gedaan. Er zijn slechts enkele wetenschappers mee bezig geweest.

Welke asset classes?

Een uitdaging bij het samenstellen van de GMP betreft de verschillende beleggingscategorieën. Welke moeten wel en welke moeten niet worden opgenomen? En welke marktkapitalisatiegewogen indices meten die dan het beste? Het is in dit kader interessant dat de laatste jaren private markets een grote groei hebben doorgemaakt. Zo toonde onderzoek van McKinsey & Company aan dat het belegde vermogen in private markten nieuwe records bereikte door boven de \$ 6,5 biljoen uit te stijgen, met een groei van 170% van het belegde vermogen tussen 2010 en 2020, waar publieke markten over die periode 'slechts' 100% groeiden.

De belangrijkste reden om in private markets te beleggen, is volgens McKinsey de behoefte van veel beleggers om de volatiliteit te verminderen. Ook zijn er van bepaalde private markets – vooral als ze andere karakteristieken hebben dan publieke aandelen en obligaties – spreidings-effecten te verwachten. Josefine Johannessen van de Universiteit Utrecht heeft in 2021 een van de meest uitgebreide onderzoeken gedaan naar de GMP, rekening houdend met de recente ontwikkelingen op het gebied van private markets, waarbij deze heel ruim worden genomen, dus inclusief crypto's, collectibles (zoals whiskey en kunst) en privaat vastgoed.

In Figuur 1 wordt deze portefeuille uitgebeeld. Het valt op dat privaat vastgoed verreweg de grootste allocatie in de GMP heeft (58,5%). Daarna zijn obligaties (21,1%) en publieke aandelen (16,7%) de grootste asset classes. De rest van de beleggingscategorieën heeft relatief een beperkte

'Gezien het belang van de GMP is het vreemd dat er zo weinig onderzoek wordt gedaan. Er zijn slechts enkele wetenschappers mee bezig geweest.'

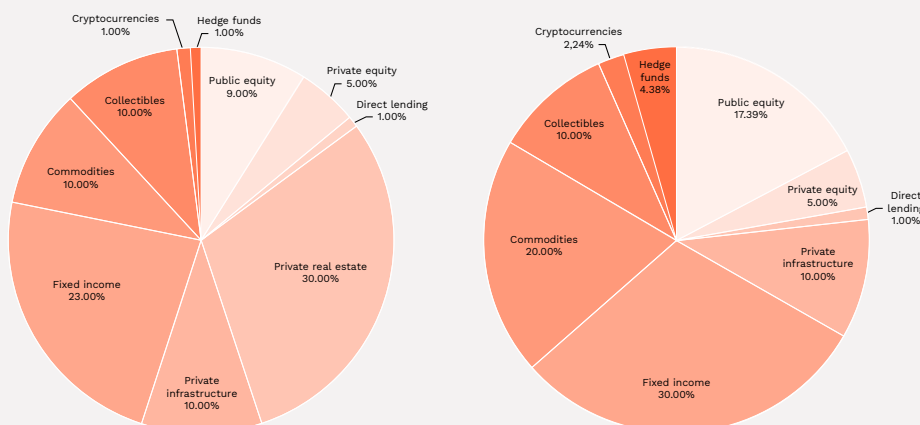
weging. Grondstoffen (2,5%) vormen de grootste van de overige categorieën. Aangezien miljarden mensen in een eigen huis wonen, is de grote allocatie naar privaat vastgoed logisch.

Markowitz-optimale portefeuilles

Nu we de GMP kennen, zijn er twee interessante vervolgvragen te stellen:

- (1) Wat gebeurt er als we de GMP gaan optimaliseren met een Markowitz-optimalisatie? Krijgen dan bepaalde beleggingscategorieën een groter of juist kleiner gewicht?
- (2) En wat als we in een Markowitz-optimalisatie privaat vastgoed uitsluiten? Welke asset classes profiteren dan?

FIGUUR 2: OPTIMALE MARKOWITZ-ORTEFEUILLES MET (LINKS) EN ZONDER (RECHTS) PRIVAAT VASTGOED



Bron: Optimizing the True Market Portfolio, Josefine Johannessen en Harry Geels, december 2021.

Een Markowitz-optimalisatie kan natuurlijk op talloze manieren, of iets preciezer geformuleerd, in talloze scenario's worden doorgerekend, bijvoorbeeld met minimum- en maximumgrenzen per beleggingssegment. We kunnen een 'vrije' Markowitz-optimalisatie uitvoeren, een optimalisatie met alleen een minimale allocatie per beleggingscategorie of een met een minimale en maximale allocatie.

Tot slot is het ook mogelijk de optimalisatie uit te voeren met flexibele minimale en maximale allocaties, waarbij de flexibiliteit afhangt van de omvang van de beleggingscategorie in de GMP. Dan zou bijvoorbeeld de minimale allocatie per asset class 75% zijn en de maximale bijvoorbeeld 125%. Verder speelt natuurlijk de vraag of je uit moet gaan van historische volatiliteiten, rendementen en correlaties, of dat er gebruik kan worden gemaakt van expertschattingen. Het voert te ver om hier alle scenario's door te rekenen en te beschrijven.

In Figuur 2 worden de uitkomsten van één Markowitz-optimalisatie weer gegeven, namelijk die met flexibele minimale en maximale allocaties per beleggingscategorie, waarbij de rendementen, volatiliteiten en correlaties zijn gebaseerd op de historische tijdsreeksen. Het taartdiagram aan de linkerkant van de figuur

bevat de geoptimaliseerde portefeuille met privaat vastgoed. In het taartdiagram aan de rechterkant van de figuur is privaat vastgoed buiten de optimalisatie gehouden.

Ondanks dat er het nodige tegen Markowitz-optimalisaties kan worden ingebracht – bijvoorbeeld dat historische reeksen geen garantie zijn voor de toekomst of dat volatiliteit niet de enige bron van risico is – zijn er toch interessante conclusies te trekken uit het onderzoek. Ten eerste dat privaat vastgoed nog steeds een grote allocatie houdt in een optimale portefeuille, maar dat deze wel flink is afgeschaald. Beleggingscategorieën die een grote absolute en relatieve groei doormaken in de optimale portefeuille zijn private infrastructure, commodities, collectibles en private equity.

Beleggingscategorieën die eveneens een grote relatieve groei doormaken zijn crypto's, hedge funds en direct lending. Deze hadden in de GMP een relatief hele kleine allocatie, maar worden in de meeste gevallen een factor vijf tot tien groter. Hoe we er ook naar kijken, private markets blijken dus een enorme toevoegde waarde te hebben in een geoptimaliseerde portefeuille.

De tweede interessante onderzoeksvraag betrof de uitsluiting van privaat vastgoeden welke beleggings-

'Het valt op dat privaat vastgoed verreweg de grootste allocatie in de GMP heeft (58,5%). Daarna zijn obligaties (21,1%) en publieke aandelen (16,7%) de grootste asset classes.'

categorieën daarvan zouden profiteren. We zien dat in absolute procentpunten grondstoffen, publieke aandelen en obligaties, hedge funds en crypto's relatief het meeste profiteren.

Tot slot

De GMP is om verschillende redenen interessant om doorlopend in de tijd te volgen. Beleggers hebben dan een spiegel en we kunnen tegelijkertijd een indicatie krijgen van de groei van het wereldwijde vermogen. Het zou mooi zijn als er een partij – wetenschappers of praktijkmensen – opstaat die de GMP bijvoorbeeld jaarlijks bijhoudt en publiceert.

Als we Markowitz-optimalisaties loslaten op alle beleggingscategorieën, kunnen we één belangrijke conclusie trekken: private markets als infrastructure, collectibles en private equity blijken relatief veel gewicht te krijgen. Ook aan grondstoffen kunnen diversifiërende krachten worden toegedicht en die krijgen daarom ook een relatief grote allocatie. ■

Bron: Optimizing the True Market Portfolio, Josefine Johannessen en Harry Geels, december 2021.

IN HET KORT

De Global Market Portfolio (GMP) is de ultieme wisdom of the crowd-beleggingsportefeuille, die door de tijd heen ook nog eens mooi de groei van de global wealth volgt.

In de GMP heeft privaat vastgoed per eind 2020 een weging van maar liefst 58,5%.

Na een Markowitz-optimalisatie met privaat vastgoed krijgen diverse private markets zoals private equity, infrastructure en collectibles een veel hogere weging dan in de standaard GMP.

Ook grondstoffen blijken na Markowitz-optimalisaties een hoge allocatie te krijgen. Dus niet alleen private markets, maar ook grondstoffen hebben positief diversifiërende eigenschappen.

Het zou interessant zijn als een partij de GMP jaarlijks gaat bijhouden en zo beleggers een spiegel voor kan houden.

'Beleggingscategorieën die een grote relatieve groei doormaken zijn crypto's, hedge funds en direct lending.'

Inflatie doodsteek voor huidige pensioenstelsel

De hoge inflatie vreet de pensioenpot op. Voor een waardevast pensioen moeten de uitkeringen omhoog, terwijl de toekomstige verplichtingen stijgen. Dat is niet langer vol te houden.

Het huidige pensioenstelsel belooft op papier een waardevast pensioen. Alleen vanwege die verplichting is er een zogenaamde rekenrente op basis waarvan toekomstige verplichtingen moeten worden berekend. In verband met de carrièrerisico's van betrokkenen zit de rekenrente aan de veilige kant. Liever een heel duur en laag pensioen, dan een goedkoop en hoog pensioen. Dat laatste kan alleen als er ook daadwerkelijk risico wordt gelopen en in het huidige stelsel loopt niet alleen de pensioengerechtigde een dergelijk risico, maar ook de uitvoerders en de toezichthouders. Die zien voor zichzelf alleen maar downside en geen upside. In de praktijk is het pensioen al jarenlang niet meer waardevast. Jaar op jaar is de indexatie van de pensioenen gepasseerd. De indexatiebelofte is net als de rekenrente een papieren tijger.

Nu was lange tijd het voordeel van het niet indexeren dat tegelijkertijd de inflatie laag was. Dat is ook de reden waarom gepensioneerde Japanners prima kunnen leven met deflatie, omdat ze veelal een vast nominaal pensioen van de overheid ontvangen. Over het gehele jaar 2022 zal de inflatie in Nederland waarschijnlijk op een procent of 9 uitkomen, hoewel mensen met een niet zo goed geïsoleerd huis eerder op het dubbele inflatiepercentage zitten.

Dat betekent niet alleen dat de bestedingskracht van het niet-geïndexeerde pensioen in één keer met 9% daalt. Ook van alle toekomstige pensioenuitkeringen wordt in één keer 9% afgeschaafd. En dan is het nog maar te hopen dat het hierbij blijft. Financiële markten lijken nu te wensdenken dat de inflatie terug kan keren naar 2% via een zogenaamde zachte landing van de economie, maar de kans is groter dat inflatie langere tijd rond de 5% blijft hangen. Dit was ook het doel van de ECB: de rente op schulden laag houden om een schulden-deflatiespiraal te voorkomen. Maar dat kan alleen door de bezitters van die schulden te onteigenen. We staan erbij en kijken ernaar.

Er is nog een mogelijkheid om een deel van het pensioen te redden en dat is wanneer Nederland de eurozone verlaat. Nu staan de pensioenen genoteerd in boterzachte euro's in een wereld waarin de centrale bank er alles aan doet om de landen met veel schuld binnenboord te houden. Op het moment dat Nederland eruit stapt en overgaat naar de harde gulden, zorgt dit ervoor dat inflatie daalt. Wellicht is er zelfs even sprake van deflatie en krijgt de gepensioneerde daarmee een deel van de koopkracht weer terug. Bovendien kan die gepensioneerde dan weer eens heel goedkoop op vakantie in Zuid-Europa, dankzij de devaluatie van de lires en de peseta's. Ondertussen gaat het pensioenstelsel een transitie maken om de huidige onhoudbare situatie weer houdbaar te maken, maar wel met een illusie armer. ■



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

De SFDR is een grote stap vooruit, maar er is nog veel te doen

ESG heeft de laatste tijd nogal wat negatieve pers gekregen. Het zou bijvoorbeeld lastig zijn om dit goed te meten. We spraken met Christine Fritz, Co-Portfolio Manager voor de Europese core strategy van PGIM Real Estate, over de uitdagingen van ESG en de SFDR. ‘Uitdagingen zijn er zeker, maar door de SFDR is de trein ineens veel sneller gaan rijden.’

Door Harry Geels

ESG is een belangrijk aandachtspunt bij PGIM Real Estate en voor de strategie die u beheert. Of gaat het verder dan alleen een aandachtspunt?

‘Ja, ook als de focus puur op rendement en risico ligt, is ESG een volkomen logisch concept binnen vastgoed. Het verbreedt de blik om naar allerlei soorten risico’s te kijken. Belangrijke vragen bij vastgoed zijn ook hoe liquide de beleggingen blijven en of in de toekomst gemakkelijk nieuwe huurders kunnen worden gevonden. Vanuit een ESG-perspectief krijgen we deze vragen makkelijker beantwoord. Veel beleggers focussen nu erg op het klimaat. PGIM Real Estate wil zich daar toe niet beperken. Wij zetten bijvoorbeeld ook zwaar in op de S. Hoe ziet een inclusievere samenleving eruit? Intern speelt een vergelijkbare vraag. Hoe kunnen we

‘Met operational carbon zet de industrie, door het stroomlijnen van de verzameling en analyse van data, al grote stappen vooruit, maar dat geldt nog niet voor embodied carbon.’



voor de juiste besluitvorming luisteren naar zoveel mogelijk verschillende meningen? Onze Europese core vastgoedstrategie, die ik mede beheer, heeft daarom twee Portfolio Managers. Je moet regelmatig je eigen ego ter discussie stellen. Als dat lukt, zijn twee hoofden beter dan één. Het hebben van Co-Portfolio Managers is bij asset management nog niet echt gebruikelijk. Maar in de maatschappij wordt dit concept langzaam maar zeker omarmd, vooral in de politiek.’

Wat kunt u, naast het hebben van twee Co-Heads, nog meer zeggen over de ESG-benadering van jullie Europese core vastgoedstrategie?

‘De strategie steunt op twee pijlers. De eerste is data, het zo goed mogelijk kwantitatief ‘begrijpen’ van de ‘prestaties’ van een gebouw, vastgelegd in onze GRESB-score, wat de benchmark is voor het beoordelen van duurzaamheidsdoelstellingen en -prestaties van vastgoed. Een doel behalen, begint met goed bepalen waar we nu precies staan. Ons doel is zo snel mogelijk een vier of vijf sterrenrating te halen. We zitten nu op drie sterren, vooral vanwege onze goede governance-scores. De tweede pijler is net zero. We hebben recent ons pad naar net zero in 2050 vastgelegd. We hebben daarbij onder meer bepaald welke investeringen nodig zijn

‘Een bestaand gebouw heeft al een bepaalde CO₂-uitstoot gehad en heeft in dit opzicht waarde.’

om deze doelstelling te bereiken voor elk onderdeel van onze portfolio. Het is de bedoeling op jaarbasis te rapporteren over de mate waarin we onze doelstelling halen. Momenteel liggen we op schema.’

Heeft vastgoed meer klimaatuitdagingen dan andere beleggingscategorieën?

‘Het is voor alle beleggingscategorieën nog altijd een uitdaging om de juiste data te verkrijgen. Bij vastgoed is het bijvoorbeeld om bekende redenen, zoals privacy, lastig diverse footprints te berekenen van de individuele huurders van residentieel vastgoed. Maar er is gelukkig veel vooruitgang op dit vlak. In Frankrijk zien we bijvoorbeeld al dat bij elk vastgoedobject van meer dan 1000 m² zowel de huurder als de eigenaar veel data moet rapporteren. Dit heeft geleid tot dialogen die eerder niet mogelijk waren en die meestal tot win-winsituaties voor beide partijen leiden. Bij de meeste vastgoedprojecten zal het uiteindelijk mogelijk zijn om op net zero uit te komen. Maar er zullen in alle eerlijkheid ook bestaande, potentieel oudere gebouwen zijn waar we dat uiteindelijk niet gaan bereiken. De industrie moet de vraag nog beantwoorden wat daarmee gaat gebeuren.’

Dit onderwerp raakt de tweede grote uitdaging, namelijk de zogeheten embodied carbon in gebouwen. Deze omvat de broeikasgasemissies die verband houden met de reeds verrichte bouw alsmede het vervoer en de fabricage van gebruikte materialen. Met operational carbon zet de industrie, door het stroomlijnen van de verzameling en analyse van data, al grote stappen vooruit, maar dat geldt nog niet voor embodied carbon. We missen hier data en goede monitoringsmethodieken. Een bestaand gebouw heeft al een bepaalde CO₂-uitstoot gehad en heeft in dit opzicht waarde.’

Wat zien jullie als de grootste duurzaamheidsrisico's voor vastgoed en wat kunnen beleggers doen om zich daartegen te beschermen?

‘Er zijn twee grote, voor de hand liggende risico's: fysieke klimaatrisico's en transitierisico's. Fysieke klimaatrisico's kunnen regio-specifiek zijn. Sommige regio's staan bijvoorbeeld bloot aan overstromingsrisico's. Transitierisico's hebben betrekking op nieuwe regels. Een voorbeeld daarvan is de eis dat gebouwen een Minimum Energy Performance Standard moeten hebben, die weer per land verschilt. Dit is vooral een groot risico als een belegger hier niet op anticipeert. Vanuit een breder perspectief is er nog het risico dat beleggers geen actie ondernemen, omdat er te veel zaken op hen afkomen. Zaken die ook nog eens lang niet allemaal goed te meten zijn. Het is echter belangrijk om toch stappen te zetten. Afwachten is geen optie meer. Ja, nog niet alles is perfect, maar de klimaatrisico's zijn heel reëel. Het zou een ideaal scenario zijn als beleggers samenwerken en elkaar hierop niet beconcurreren. Een door de hele industrie gedeelde standaardisatie van wat en hoe we meten, zou enorm behulpzaam zijn.’

Is de SFDR daar niet een goed voorbeeld van? Gaat deze regelgeving helpen betere beslissingen te nemen?

‘De ESG-trein is hierdoor inderdaad ineens veel harder gaan rijden. Alle lagen van de meeste asset managers, van de top tot de bodem, zijn ermee aan de slag gegaan. Dat is ook positief. We zien echter dat de beheerders de regelgeving nog op verschillende manieren oppakken. Het is nog niet perfect. Wat is bijvoorbeeld een EPC-rating, de Energy Performance Certificate? Deze is niet geharmoniseerd in alle EU-landen. Wat betreft vastgoed zet een dergelijke rating ook aan tot het kopen van vooral nieuwe gebouwen. Dat lost echter het eerder besproken probleem van de embodied carbon niet op. Maar nogmaals, de SFDR is een grote stap vooruit en ik denk dat we de kinken in de kabel snel zullen verhelpen. Tot slot, ondanks alle extra regels en klimaatonzekerheden mikken wij nog steeds op voor risico gecorrigeerde rendementen voor de lange termijn, die aan de bovenkant van de range van andere kernvastgoedstrategieën liggen. Een sterk veranderende markt, zoals we mede door de klimaattransitie nu zien, biedt ook grote kansen voor actieve beheerders.’ ■

Dit artikel geeft de opvattingen en meningen van de auteur weer. Een volledige disclaimer is te vinden op: www.pgim.com/real-estate/.



Christine Fritz

Co-Portfolio Manager voor de Europese core strategy, PGIM Real Estate

IN HET KORT

De Europese core vastgoedstrategie van PGIM Real Estate wordt beheerd door twee Co-Portfolio Managers.

De strategie is gebaseerd op twee pijlers: data voor het kwantitatief ‘begrijpen’ van de prestaties van gebouwen en net zero in 2050.

De SFDR is ook voor vastgoed een grote stap vooruit, maar er zijn nog uitdagingen, zoals de harmonisatie ervan in alle EU-landen.

Een uitdaging van ESG bij vastgoed is ook de ‘embodied carbon’ van bestaande gebouwen.

Sterk verbeterde fundamentals retailvastgoed bieden kansen

Tegen de verwachting in is de leegstand in de winkelgebieden in Nederlandse binnensteden gedaald. Ook andere fundamentals zijn het afgelopen jaar verbeterd. Is er sprake van een gunstig instapmoment voor retailvastgoed?

Door Peter Koppers en Ruud Weerts

Volgens het Planbureau van de Leefomgeving groeien grote steden en hun randgemeenten tussen 2022 en 2050 sterk door. De groei in die steden is vooral te danken aan de kleinere huishoudens en aan migratie. Gezinnen verlaten doorgaans juist de stad. Hoewel de COVID-19-crisis heeft gezorgd voor meer verhuizingen naar woningen buiten de Randstad, verhuizen de meeste gezinnen nog steeds naar de randgemeenten en blijven daarmee in het verzorgingsgebied. Dit alles resulteert in een forse toename van het aantal consumenten en daarmee neemt de druk op de binnensteden toe, waar naast winkels ook steeds meer andere functies een plek zoeken.

De binnenstad wordt steeds multifunctioneler

De leegstand in binnensteden daalt door een toegenomen vraag van nieuwe toetreders en expanderende winkelketens. Daarnaast zien we veel transformaties naar andere functies. Door de gunstige demografische ontwikkelingen zoeken naast winkels namelijk ook steeds meer andere functies naar een plek in de stad. Grotere ruimten op verdiepingen en minder goed gelegen winkels komen in aanmerking voor transformatie naar andere functies. De ruimtedruk die zichtbaar is in de grote steden, maakt dergelijke transformaties ook financieel vaak goed haalbaar.

Het onlangs opgeleverde en volledig verhuurde House Modernes in Utrecht is hier een voorbeeld van. Vroeger



UTRECHT - HOUSE MODERNES

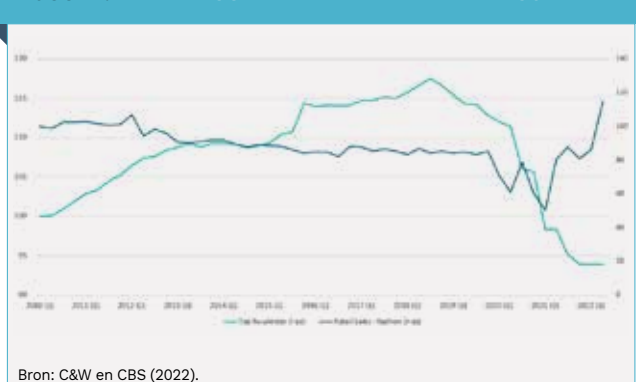
was het een groot warenhuis met meerdere verdiepingen, daarna een winkelcentrum, maar tegenwoordig is het een multifunctioneel gebouw met retail, flexkantoren, fietsparkeren en horeca-functies. De nieuwe multifunctionele invulling past uitstekend bij een van de drukstbezochte plekken van de binnenstad van Utrecht. Tegelijkertijd versterken de functies elkaar onderling, waardoor er een

win-winsituatie wordt gecreëerd voor de eindbelegger.

De functie van de winkel wordt breder

Winkels spelen een belangrijke rol bij het benaderen van de consument. Consumenten zijn meer online gaan winkelen, bezoeken de winkelgebieden doelgerichter en doen vaak aan webrooming. Hierdoor heeft de omzet van retailers

FIGUUR 1: MARKTHUURINDEX EN DETAILHANDELSOMZET



die gebruikmaken van meerdere verkoopkanalen, omnichannel, een sterke groei gekend. Dit maakt de fysieke winkel niet overbodig, maar juist multifunctioneler.

Uit verschillende onderzoeken blijkt dat het openen van een fysieke winkel positief bijdraagt aan een hogere omzet via zowel het fysieke als het online verkoopkanaal, ook wel bekend als het 'halo effect'. Voor retailers is het daarom belangrijk om in de fysieke winkel niet alleen het product te presenteren, maar ook het merk of concept. Juist (van oorsprong) pure e-commerce spelers openen om deze redenen steeds vaker fysieke winkels. Zij onderkennen het belang van een fysiek contactpunt met de consument voor hun merk of concept.

Markthuren van retail bereiken de bodem

Op de toplocaties zijn de huren, na een piek in 2017-2018, de afgelopen vijf jaar gedaald. Initieel vooral als gevolg van e-commerce en een aantal grote faillissementen en vanaf 2020 door coronabepalende maatregelen die detailomzetten (tijdelijk) hard hebben geraakt en voor veel onzekerheid zorgden. Gemiddeld liggen markthuren nu 20% lager dan het hoogste

niveau in 2018. Door de aangetrokken vraag (mede door de lagere huurprijzen) en het gedaalde aanbod is nu duidelijk stabilisatie zichtbaar in de huurtransactiecijfers en waarderingen. Hiermee lijkt de bodem bereikt en is er weer perspectief voor groei.

Huren volgen de inflatie

In de retailsector worden huurcontracten doorgaans geïndexeerd met inflatie. In tegenstelling tot andere sectoren wordt deze indexatie meestal niet ingeperkt. Dit betekent dat huren conform het huurcontract kunnen worden geïndexeerd (CPI) en daarmee dus veel beter de inflatie kunnen volgen dan andere vastgoedsectoren. Nu de markthuren stabiel zijn, of zelfs groeien, is de verwachting dat de retailsector aan beleggers bescherming kan bieden tegen de oplopende inflatie.

Relatief hoge risicopremies kunnen rentestijgingen absorberen

In de waarderingen van retailvastgoed is de afgelopen twee jaar veel risico ingeprijsd vanwege de COVID-19-pandemie en de bijbehorende contactbepalende maatregelen. Hierdoor is retailvastgoed nu relatief gunstig geprijsd

in verhouding tot andere vastgoedsectoren en kent het daarmee een hoog cashflowrendement. De verwachting is dat het procentueel effect van de stijgende rente op de waardering hierdoor kleiner zal uitvallen dan in sectoren die aan het pieken zijn. Bovendien is de spreiding tussen het bruto en het netto aanvangsrendement vergeleken met andere vastgoedsectoren laag. Dit komt doordat de exploitatiekosten voor eigenaren over het algemeen lager zijn. Het cashflowrendement wordt daarom minder hard geraakt door de stijgende exploitatiekosten dan in andere sectoren.

Retailvastgoed biedt mogelijkheden in deze tijden met veel onzekerheden

Beleggers in retailvastgoed maakten de afgelopen jaren pas op de plaats. De langetermijneffecten van COVID-19 waren onduidelijk, maar uiteindelijk is een doemscenario van groot-schalige faillissementen en leegstand niet uitgekomen. Zodra beperkende maatregelen werden losgelaten, veerde de markt weer op. Inmiddels is gebleken dat de vraag naar goede objecten op de beste locaties standhoudt en dat de grotere steden een aantrekkelijke beleggingsmarkt blijven, waar naast retail ook veel andere functies een geschikte plek zoeken. Komend van lage huur- en waardeniveaus is retailvastgoed nu beter gepositioneerd om de huidige economische onzekerheden op te vangen. Dit bepleit de casus voor retailvastgoed en versterkt de diversificatierol van retailvastgoed binnen een gespreide vastgoedportefeuille van een institutionele belegger. ■



Peter Koppers

Fund Manager, Syntrus Achmea Real Estate & Finance



Ruud Weerts

Senior Research Analyst, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

IN HET KORT

Na sterke afwaarderingen van de huren en waarderingen als gevolg van de COVID-19-crisis is er nu duidelijk een stabilisatie zichtbaar in de retailvastgoedsector.

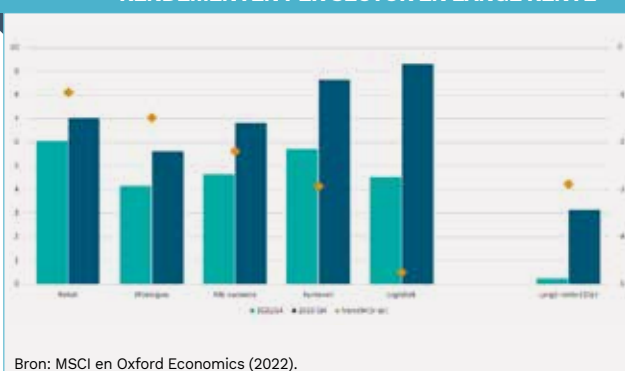
Retailvastgoed kent op dit moment een hoog cashflowrendement in vergelijking met andere vastgoedsectoren, terwijl de risico's sterk zijn verminderd.

Waardedalingen als gevolg van de rentestijging zijn door de hogere aanvangsrendementen minder waarschijnlijk dan bij andere segmenten.

De markt kent nieuwe toetreders, expanderende retailers en steeds meer een ander type gebruikers (leisure, horeca, flexkantoren en publieke functies). De gemiddelde winkelleegstand is mede hierdoor – tegen alle eerdere verwachtingen in – aan het afnemen.

De winkel heeft meerdere functies. Niet alleen de kassa is belangrijk, maar (juist) ook het overbrengen van het merk of concept op de consument.

FIGUUR 2: ONTWIKKELING VAN BRUTO AANVANGSRENDEMENTEN PER SECTOR EN LANGE RENTE



Ambitie is de eerste stap naar impact

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Real Assets kunnen een substantiële bijdrage leveren aan de weg naar netto nul CO₂-uitstoot. Maar beleggers in deze asset class staan voor flinke uitdagingen, zo bleek tijdens de panel-discussie die plaatsvond ter afsluiting van het door Financial Investigator georganiseerde seminar over Duurzaam beleggen in Real Assets.

Hoe belangrijk institutionele beleggers het vinden om middels gerichte beleggingen bij te dragen aan een vlotte voortgang op de weg naar netto nul uitstoot, wordt al bij de openingsvraag van dagvoorzitter Norbert Bol duidelijk. Wat doen de gespreksdeelnemers daar momenteel eigenlijk al aan? 'Net zero is voor onze hele portefeuille met direct vastgoed de ambitie voor 2040', zegt Marieke van Kamp. Er ligt een uitgewerkte strategie voor alle asset classes binnen Real Estate. Deze is afgestemd op de reductiedoelen van het Klimaatakkoord van Parijs. Zodoende is duidelijk wanneer alle assets aan specifieke voorwaarden moeten voldoen, vertelt Van Kamp. 'Omdat wij in 2040 op net zero willen uitkomen, richten wij ons op de vraag wat we, terugwerkend vanuit dat doel, nú al moeten doen om dat voor al onze panden ook daadwerkelijk te bereiken. Daarnaast hebben we een Climate Solutions-strategie neergezet. Momenteel hebben we voor ongeveer € 5 miljard aan beleggingen die als 'Climate Solutions' kunnen worden aangemerkt. We hebben afgesproken dat we daar nog € 6 miljard bij willen doen vóór eind 2030.'

Build & hold

Daarbij gaat het om investeringen in verder te verduurzamen vastgoed, maar ook om investeringen in de infrastructurele kant, zoals in nieuw te ontwikkelen hernieuwbare energie- en batterijtechnologieën, verduidelijkt Van Kamp. 'Door dergelijke nieuwe investeringen te doen en door samen te werken met asset managers, om bijvoorbeeld in Nederland Climate Solutions-investeringen te zoeken die impact hebben, proberen wij onze beleggingsimpact te maximaliseren.'

Voor Peter van den Tol geldt een ander verhaal als het gaat om beleggen in Real Assets en infrastructuur. De hoofdmoot van die beleggingen vindt bij MN plaats in Nederland en Europa, en recentelijk zijn nog

non-listed beleggingen aan de beursgenoteerde vastgoedbeleggingen in Amerika toegevoegd, vertelt Van den Tol. 'De reductiedoelstellingen die wij onlangs met opdrachtgevers vaststelden, komen neer op een CRREM (Carbon Risk Real Estate Monitor)-alignment van circa 95% reductie tot 2050. Enerzijds kijken we naar de reductiedoelstellingen per 2030 van circa 40%, maar anderzijds kijken we ook verder. Met name omdat juist in de periode van 2035 tot 2050 de grootste uitdagingen liggen om de CO₂-reductie te bewerkstelligen.'

Naast de reductiedoelstelling werkt MN aan impactbeleggingen. Daarbij richt deze organisatie zich op vijf thema's, waarvan betaalbare huisvesting en energietransitie de belangrijkste zijn. Innovatie, ook binnen de energietransitie, heeft daarnaast Van den Tols aandacht. 'Dat sluit goed aan op wat de maakindustrie, onze achterban, belangrijk vindt. Binnen onze impactportefeuille richten we ons grotendeels op de energietransitie, zowel via verduurzaming van vastgoed alsook door te investeren in de opwekking van hernieuwbare energie. Wij richten ons op de lange termijn en bouwen om te houden. Denk hierbij aan build-to-hold investeringen in hernieuwbare energievoorzieningen en (her)ontwikkeling van woningen.'

Paul Oremus geeft aan dat CBRE al vijftien jaar bezig is met duurzaamheid. 'We zijn op het punt gekomen dat er echt een versnelling in die verduurzaming nodig is', vindt hij. De kritische duurzaamheidseisen die reeds gelden voor nieuwbouw, helpen daarbij. 'Er komt overigens steeds meer aandacht voor de CO₂-uitstoot die bij nieuwbouw vrijkomt. Want duurzame nieuwbouw is één ding, maar het duurzaam neerzetten daarvan is nog iets heel anders.'

Netto nul neerzetten

Voor een nieuwe kantoorstoren die CBRE Investment Management binnenkort hoopt toe te voegen aan een beleggingsportefeuille is de ambitie om het bouwproces helemaal net zero in te richten. 'Dat is een flinke ambitie waarvan we nog niet zeker weten of die ook realiseerbaar is. Maar ambitie is vaak de start van verduurzaming en we hebben ook al vaak gezien dat dát ons heel ver brengt.' Bij bestaande bebouwing is verduurzaming ook behoorlijk complex, vervolgt Oremus. 'Er liggen al road maps klaar voor alle portefeuilles die wij in beheer hebben. Dus hoe we op net zero moeten komen en wat we daarvoor moeten doen, is ons helder. De uitdaging is echter om finan->



VOORZITTER

Norbert Bol

Onafhankelijk Investment Consultant, Building Values



Marieke van Kamp

Head of Private Markets, NN Group



Paul Oremus

Country Manager and Manager Dutch Funds, CBRE Investment Management



Peter van den Tol

Senior Advisor Impact Investing & ESG Integration in Real Assets, MN

FOTO'S: COR SALVERIUS FOTOGRAFIE, KEES RIJKEN FOTOGRAFIE, ARCHIEF CBRE INVESTMENT MANAGEMENT, ARCHIEF MN

‘Hoe we op net zero moeten komen en wat we daarvoor moeten doen, is ons helder. De uitdaging is echter om financieel tot goede business-cases te komen.’

cieel tot goede businesscases te komen. Om dat te realiseren, halen wij het laaghangende fruit naar voren. De hele complexe opgaven, waar heel veel technologie bij betrokken is, duwen we wat naar achteren, in de hoop dat de technologie zich verbetert, zodat op termijn, tussen nu en tien jaar, de betreffende businesscase wél aantrekkelijk wordt. De ontwikkelingssnelheid van technologie is überhaupt een cruciale component voor de financiële kant van de hele verduurzamingsdiscussie.’

Ook stakeholder engagement speelt een belangrijke rol op de weg naar netto nul koolstofdioxide-uitstoot. Dat komt voor Oremus bijvoorbeeld terug in circulair bouwen. ‘Dat is een must en we kijken daarom steeds meer samen met de keten hoe we daar op verstandige wijze vorm aan kunnen geven. Beton stoot veel CO₂ uit en we proberen daarom andere bouwtechnieken te gebruiken. Hout ligt uiteraard erg voor de hand als circulair bouw materiaal, alleen merken we dat er vrij massaal voor hout wordt gekozen, waardoor schaarste ontstaat die partijen weer in de richting van beton duwt. Grosso modo is dat natuurlijk niet handig op de ‘road to net zero’. Wij kijken dus ook naar andere technieken die ons verder kunnen helpen.’

Bol wil vervolgens weten waar de panelledenemers in het verduurzamingsproces tegen aanlopen. Wat zou met andere woorden verbetering behoeven? Van Kamp merkt op dat de regelgever begrijpelijkerwijs veel wil weten, maar dat dit leidt tot uitgebreide, bewerkelijke en vooraf te produceren rapportages. Dit kan zodanig in de uren lopen, dat je tijd tekortkomt om daadwerkelijk te doen wat je wilt doen, zegt ze.

8- en 8+ fondsen

Daarnaast wijst Van Kamp op de vele onzekerheden, waaronder onduidelijkheden in de EU-taxonomy en SFDR-richtlijnen, die investeerders parten spelen. Dat verleidt sommige managers tot een conservatieve rubricering van fondsen. ‘Omdat bepaalde SFDR-artikelen nog niet helemaal duidelijk zijn, bestaat dan de neiging om een fonds als artikel 6-fonds te labelen, terwijl er goede argumenten zijn om op zo’n fonds een artikel 8-stempel te zetten. Het omgekeerde gebeurt ook. Door de relatieve onduidelijkheid van de regelgeving voeren we zodoende een op veel punten schuivende discussie.’

Van den Tol gooit graag even ‘een steen in het water’ als hij voorspelt dat alle fondsen artikel 8-fondsen zullen worden. Geen enkel fonds zal in zijn ogen immers zeggen dat het een artikel 6-fonds is. Bovendien is ook vrij eenvoudig te onderbouwen waarom je een artikel 8-fonds bent. Artikel 9 daarentegen lijkt weer te hoog gegrepen, vermoedt Van den Tol. ‘Dus naar mijn inschatting gaan we met subtiele schakeringen te maken krijgen, zoals 8- en 8+ fondsen.’

Klimaattechnisch verwacht hij daar niet zo heel erg veel van. Daarom voert hij ook intensieve gesprekken met fondsmanagers tot op detailniveau en wil hij weten hoever zij kunnen gaan in het ontwikkelen van actieplannen voor de langere termijn. Van den Tol wil dus niet alleen uitontwikkelde plannen tot 2030, maar óók tot 2050 zien. Want technisch mag er van alles mogelijk zijn, financieel loop je tegen grenzen aan, waarschuwt hij. ‘Juist door ver vooruit te kijken, kun je rekening houden met bijvoorbeeld je meerjarige onderhoudsbegrotingen. Op een gegeven moment zijn gebouwonderdelen toe aan vervanging, dus als je dat nu al plant voor over tien tot vijftien jaar, dan kun je dat gespreid en kostenefficiënt doen.’

Impact

Aansluitend onderwerpt Bol impactbeleggen aan een diepgaander onderzoek. Wat verstaan de gespreksdeelnemers daar eigenlijk onder en wat doen ze eraan? Voor Van Kamp gaat het vooralsnog vooral om klimaatimpact en voor infrastructuur is die redelijk makkelijk, want daar heb je de renewables, zegt zij. Daar voeg je namelijk iets toe waardoor je geen fossiele brandstoffen meer hoeft te gebruiken. Ook investeringen in het verbeteren van het grid om te zorgen dat renewables beter het systeem in kunnen en beter worden opgeslagen, valt voor haar onder impactbeleggen.



Met betrekking tot vastgoed houdt NN Group vast aan de EU-taxonomie. Dan praat je over de 10 tot 15% best performing assets, die op termijn overigens nog steeds renovatie nodig zullen hebben om écht tot net zero te komen, aldus Van Kamp. ‘Ook in onze hypotheekportefeuille zitten investeringen in de verbetering van woningen en het goedkoper maken van leningen voor de duurzaamste panden, zodat mensen kunnen lenen om ervoor te zorgen dat hun woning label A kan worden. Voor ons zijn dat allemaal onderdelen van impactbeleggen.’

Van den Tol zegt de vraag in principe heel bondig te kunnen beantwoorden. Een belangrijk element van impact is voor hem dat er intentionaliteit achter zit. Andere essentiële onderdelen van de definitie: het resultaat moet meetbaar zijn en er dient specifieke impact met een belegging beoogd te zijn. ‘Die intentionaliteit betekent dat je eigenlijk met name impact kunt hebben met nieuwe investeringen. Je kunt dus niet zomaar een investering die je al hebt gedaan omlabellen naar een impactbelegging.’ MN heeft vijf impactthema’s met haar opdrachtgevers gedefinieerd die belegbaar zijn, waar je intentioneel kunt zijn én waarbij je de impact kunt meten, aldus Van den Tol.

De lat schuift op

Oremus heeft binnen CBRE IM zelf zijn impactfonds opgezet. ‘Daarbij hebben we goed gekeken naar belangrijke aspecten zoals de CO₂-uitstoot. Maar de uitdaging is dat je met een opschuivende lat te maken kunt krijgen, want door te investeren in impact, gaat het ‘impactgemiddelde’ binnen een beleggingsportefeuille omhoog en wordt je doel dus steeds ambitieuzer. Tegelijkertijd zit je ook met reeds gedane investeringen en loop je het risico dat die op een gegeven moment niet meer voldoen aan de stijgende normen voor impact die binnen de portefeuille zijn gaan gelden. Dan zou het kunnen dat je het impactlabel van je fonds af moet halen. Dat is dus best een ingewikkelde strategie.’

Meer specifiek kijkt Oremus naar betaalbaarheid. ‘Daarvoor is gekozen omdat we constateren dat in Europa en met name in de grote steden op veel plekken problemen bestaan ten aanzien van betaalbaarheid. Daarom willen wij juist dáár impact hebben, maar tevens zaken toevoegen. Dat houdt in dat we ons nadrukkelijk op nieuwbouw willen richten, bestaande woningen willen kopen en verduurzamen, maar dat we vooral in het betaalbare nieuwbouwsegment

‘Omdat wij in 2040 op net zero willen uitkomen, richten wij ons op de vraag wat we, terugwerkend vanuit dat doel, nú al moeten doen om dat voor al onze panden ook daadwerkelijk te bereiken.’

willen investeren, waarbij we uiteraard ook duurzaamheidsdoelstellingen hanteren.’

Energieneutraal = risico-rendementsneutraal

Vanuit de zaal krijgt Oremus een vraag over de nieuwe uitdaging waarmee hij bezig is, namelijk het net zero neerzetten van nieuwbouw. De vragensteller wil weten of dat ook met een stuk compensatie gepaard gaat. Waar betonproductie tot CO₂-uitstoot leidt, reageert Oremus, daar slaat hout juist koolstofdioxide op. Er is dus inderdaad sprake van compensatie. ‘Met houtbouw onttrek je immers CO₂ aan het milieu en genereer je positieve impact ten opzichte van betonbouw. Dergelijke ideeën worden gebruikt om net zero te bouwen. We ontdekten bovendien dat vlas steeds meer gebruikt wordt. Door vlas te vermengen, kun je allemaal andere materialen maken. Vlas is dus volledig circulair. Ook dat is nuttige wetenschap bij de ambities die wij voor duurzame nieuwbouw hebben.’

MN investeert eveneens in houtbouw, haakt Van den Tol in. ‘In de projecten waarbij wij betrokken zijn, is wel naar voren gekomen dat de houtbouwvariant wat duurder is dan de traditionele betonvariant. Dat verdient enige nuancering, want het lijkt erop alsof op beton geen fair pricing wordt toegepast. De uitstoot die het gevolg is van betonbouw, wordt met andere woorden niet volledig doorbelast. Dat maakt houtbouw op dit moment nog zo’n 5 tot 10% duurder. Dat komt ook doordat dit in Nederland nog een relatief nieuwe bouwmethodiek is.’ Niettemin hebben zijn opdrachtgevers aangegeven hierin voorloper te willen zijn en afhankelijk van de context beperkt hogere kosten te accepteren, besluit Van den Tol. ‘Iedereen weet dat verduurzaming geld kost, want het verhaal dat energieneutraal en duurzaam zijn ook rendementsneutraal zou zijn, klopt niet helemaal. Je kunt eerder stellen dat het risico-rendementsneutraal is. Voor onze pensioenfondsoopdrachtgevers kan houtbouw in elk geval voldoende rendement bieden tegen een laag risico.’ ■

IN HET KORT

Binnen impactbeleggen zijn betaalbare huisvesting en energietransitie de belangrijkste aandachtsgebieden van institutionele beleggers.

Het duurzaam bouwen van nieuw duurzaam vastgoed krijgt steeds meer aandacht.

De verwachting is dat in de toekomst vrijwel alle beleggingsfondsen zichzelf zullen labelen als SFDR-artikel 8-fondsen.

De opschuivende lat bij impactbeleggen kan ertoe nopen om het impactlabel van een fonds af te halen.

Duurzaam en energieneutraal is niet zo zeer rendementsneutraal, maar eerder risico-rendementsneutraal.

Inflation and Real Estate in Europe: Hope for investors, but with caveats

The world economy is experiencing a level of inflation not seen since the oil price shock of the early 1980s, with policymakers dusting off old playbooks to ensure price increases do not become deeply entrenched. It's a good moment to investigate the relationship between property performance and inflation in Europe to identify any discernible takeaways for investors.

By *Indraneel Karlekar*



Indraneel Karlekar

Senior Managing Director and Global Head of Research & Portfolio Strategies, Principal Real Estate

Eurozone inflation rose to a record high of 8.1% in May while it was even higher in the UK at 9.0%, led by energy and food prices.¹ For investors accustomed to decades of quiescent inflation and easy monetary policy, there is a sense of urgency in adding asset classes that may provide some inflation protection, with real estate receiving considerable scrutiny.

Empirical evidence on the historical relationship between property and inflation is mixed

A historical examination of the relationship between inflation (as measured by CPI) and property performance in Europe is limited by a lack of more sufficient data. However, the data we



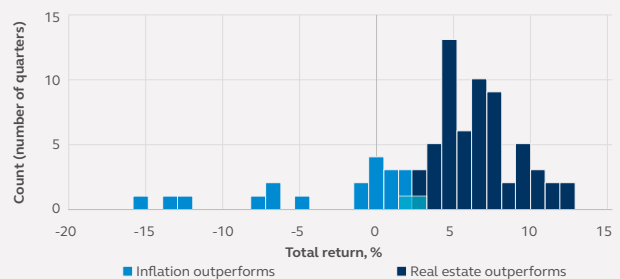
do have reveals that property has outperformed inflation 61 out of 81 quarters we have analysed – a result consistent with the US and UK markets.² The quarters where property has underperformed, inflation has been following European recessions that

have resulted in loss in real estate values.

An analysis of the UK property data as from 1986 shows more robust and statistically significant relationships between inflation and property returns over the 1986 to 2020

FIGURE 1: EUROZONE REAL ESTATE PERFORMANCE VERSUS INFLATION

Distribution of annual total returns relative to inflation (All property types since 2001)



Source: Moody's, INREV Quarterly Index, Principal Real Estate, March 2022.

period across all sectors. Once again, we observe the strongest relationship in the residential property type, but we also find a significant correlation with inflation in both the industrial and hotel sectors.

In the residential sector, shorter lease length is probably the most important factor driving the closer relationship with inflation. We do get a strong, positive relationship between the owner-occupied UK residential market and inflation, particularly during the high-inflation period of the 1970s and 1980s (Figure 2). We can surmise that residential demand exhibits less elasticity to prices given the essential nature of shelter.

Property type selection matters for inflation protection

As the UK data reveals, owning the right properties which can grow rents in excess of inflation may fundamentally offer investors good inflation protection. While this would seem to be an anachronism, it does highlight the importance of property selection as a means of preserving income.

Inflation proofing portfolios means adding property types that are structurally demand resilient

The world is witnessing inflation last seen four decades ago and investor playbooks are pivoting towards real assets including real estate in their desire to protect real investment performance. Cyclically sensitive demand drivers are likely to come under pressure if the economy reacts negatively to a prolonged high-inflation environment.

Conclusion

No silver bullet, but the right mix of commercial properties may offer some inflation protection for investors. Our analysis of inflation in the European context indicates that property selection, lease duration, and structure are inherently important factors that determine the extent real estate can provide some real protection to investment performance. Commercial real estate doesn't offer any magic bullets, but a judicious mix of tenants, assets, and leases should leave investors well-positioned to deal with periods of heightened inflation. ■

- 1 Record keeping on Eurozone inflation began in 1997.
- 2 An analysis of the US private real estate market shows that total returns have outperformed inflation in 147 periods out of 168 dating back to 1980. All periods of commercial real estate underperformance correspond directly to the S&L Crisis of the late 1980's and early 1990s or the period directly following the Global Financial Crisis.

Disclaimer

Risk Considerations
Past performance does not guarantee future results. Investing involves risk, including possible loss of principal. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. All these risks can lead to a decline in the value of the real estate, a decline in the income produced by the real estate and declines in the value or total loss in value of securities derived from investments in real estate.

Important Information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided. All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted. Investing involves risk, including possible loss of principal.

This material may contain 'forward looking' information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

This document is issued in Europe by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland.

United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").

This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH. © 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world. Principal Global Investors leads global asset management at Principal®. Principal Real Estate Investors is a dedicated real estate investment management group within Principal Global Investors.

MM9914-06 | 08/2022 | 2346579 - 082023

SUMMARY

Property has outperformed inflation 61 out of 81 quarters we have analysed.

In the quarters where property has underperformed, inflation followed European recessions that had resulted in loss in real estate values.

The strongest relationship between inflation and property is in the residential property type, but we also find a significant correlation in the industrial and hotel sectors.

Owning the right properties which can grow rents in excess of inflation may offer good inflation protection.

FIGURE 2: UK PROPERTY PERFORMANCE AND CPI-MONTHLY CORRELATIONS 1986-2022

Lag	All	Hotel*	Industrial	Office	Residential**	Retail
0-m	38%	36%	45%	32%	42%	30%
1-m	35%	41%	41%	31%	44%	27%
2-m	30%	45%	36%	28%	45%	23%
3-m	26%	46%	32%	25%	47%	18%
6-m	13%	42%	20%	15%	41%	4%

Source: Moody's Analytics, MSCI-IPD, Eurostat, Q4 2021.
*Hotel data starts Aug 2008.
**Residential data starts Apr 2014.

FIGURE 3: CORRELATION WITH INFLATION COMPARED WITH OTHER ASSET CLASSES

UK residential correlation with inflation compared with other asset classes

Correlation with UK CPI, Monthly data (YoY%) 1970-2021

EAFE*	-7%
EU-19 bond index	-35%
UK avg home price	20%

Source: Eurostat, Bloomberg, MSCIPD, UK Office for National Statistics (ONS), Moody's Analytics, Principal Real Estate, March 2022.

European Venture Capital attracting increasingly more attention

Björn Waltmans, Managing Director of Alternative Investments at Wilshire, is still feeling positive about Venture Capital despite the economic downturn this year. In fact, more than ever, 'There are often good deals to be found in challenging times. The bargaining power has recently shifted from entrepreneur to investor.'

By Harry Geels

In general, why should Venture Capital (VC) be part of an investment portfolio?

'VC is actually about trying to capture the future unicorns and decacorns at their early stages, where typically between 10 and 25% of a new company's ownership is taken. The risks can be pretty high. A common rule of thumb is that for every ten startups, three or four will fail completely. Another three or four will either lose some money or just return the original investment. Just one or two will produce substantial returns and it is with these few firms that the high returns can be made. It is therefore important to build well-diversified portfolios with experienced managers. From a broader perspective: innovation and entrepreneurship are the kernels of an affluent society and VC is needed to get the promising innovations and entrepreneurs off the ground.'

Why is the European VC ecosystem interesting from an investment perspective?

'The European VC ecosystem is actually about five to ten years behind that of the United States. This means there is attractive relative pricing compared to the US. Technology has been the most dominant VC sector in the last few decades. The US used to have a strong position here but it's

not the only country ringing the bell anymore. We have recently seen a substantial number of European technology firms successfully breaking through, such as the Dutch company Adyen. We believe that the European ecosystem is now at an inflection point. The market is getting more professional, and successful breakthroughs are attracting attention from investors. The good returns have also helped, of course. European VC has outperformed US VC in the last decade. Our EU VC Fund I launched in 2015 has tripled in value. Europe currently has some quite big and interesting startup hubs, like London, Berlin, Paris, Amsterdam, Barcelona and Stockholm. COVID-19 has helped in the sense that technology has become more important in our lives and has shown to be a resilient sector throughout the recent crises. We have run an analysis on which trends are structural and which are cyclical due to the COVID-19 crisis. Technology is a structural trend and our VC strategy is aligned with that.'

What makes VC investing different to investing in PE buyouts?

'Private equity in general is quite risky. I would say that if you are willing to take this risk, then why not invest in the most risky part of it and reap the concomitant higher returns? This is of course provided that you have been able to work with the best managers and create the right diversification, not only among managers but also in terms of stage, sector, and geography. VC has even outperformed PE buyouts, the highest returning subsegment of PE. The exact allocation depends of course on the type of investor. We see that certain corporates and government agencies want to be close to new technologies and tend to have relatively high VC allocations.'

How does venture in Europe compare to its peers in Asia?

'The Asian market is very large and if you can move quickly, you can make very nice returns there, because of, amongst other things, its relatively high economic growth and relatively inefficient markets. We have seen quite a few unicorns emerging there. There are, however, government policy and geopolitical risks, especially now in China. We are a little more reluctant to make deals there for the time being. But that can of course change in the future.'

The global situation is less rosy now. Public VC, as measured by the Refinitiv Venture Capital Index, is down 50% this year. How do you see the current investment environment for VC?

‘There are obviously clear differences between private and public markets and that is as true for VC as for any other asset class. If an investor has the sufficient scale and wants to reap the potential outsized returns of VC, he will of course choose private markets. This year’s correction of 50% in the public markets is for a great part the result of the very high returns in 2021. Back then there was a fear of missing out in almost all asset classes, including VC. We think the air has run out of the market. Investors can now acquire stakes in interesting companies on more favorable conditions. Not every company is funded anymore, as we saw in 2021. Negotiating power currently lies more with investors and less with entrepreneurs. Last but not least, abstracting from the madness of the day, the underlying trend in disruptive technology is still very strong, so this will give the sector and its investors tailwinds for years to come.’

Why is Wilshire an attractive partner for European venture capital?

‘Wilshire is a global asset management firm where we provide benchmarks, consultancy and private market solutions, mostly in the form of advice. We have our own VC fund-of-funds, from which we can make both primary fund investments, as well as co-investments directly in the companies that are part of the underlying funds. Our clients can invest in our fund-of-funds, but can also invest directly in the individual funds that we have performed due diligence on. We’re also highly experienced in this, having been selecting and monitoring venture funds since the 1990s. Since then, we have also focused on other private markets asset classes. At the moment, we have € 30 billion assets under management in private markets globally, of which € 6 billion is in discretionary mandates and € 24 billion is under advice. In total, across all markets, we have \$ 1,2 trillion under advice. Around € 1 billion is invested in VC. We started our European VC business in 2001 and we have since then built a solid track record through different economic cycles. For an investor it is important that fund



BIO

Björn Waltmans

Björn Waltmans is responsible for co-managing the European alternatives business and is a member of Wilshire’s private markets Manager Research and Investment Committees. Prior to joining Wilshire in 2011, Waltmans was an associate with Sequoia, a private equity, investment management and independent corporate finance advisory firm. He holds a MSc and BSc degree in Aerospace Engineering and a BSc degree in Economics and Business Economics.

managers are cycle tested and have gone through previous down cycles, because there are important lessons to be learned. Without giving too much away, one of the important lessons we have learned is that a manager should have at least three or four companies in the portfolio that have the potential to earn back or recoup the whole initial subscription amount of the fund – the less promising companies will then get a zero valuation in our models. In addition, we have a dedicated venture team, mostly consisting of partners in the firm. In Europe we have a very strong network which gives us access to nearly all of the top European VC managers. It’s important to know that for new investors it is not easy to get access to those managers. There is so much appetite for the asset class that they typically only allow existing relationships to invest. On a final note, I would like to mention that Wilshire manages its European business from Amsterdam, and our Wilshire EU VC Fund II is still open for subscription.’ ■

Contact details

For more information about Wilshire’s vision, please contact:

Björn Waltmans
Managing Director of Alternative Investments
BWaltmans@wilshire.com

Democratisering van private beleggingen – nieuwe kans voor ELTIFs?

De democratisering van private beleggingen is een populair onderwerp. Toch is dit weinig terug te zien in de praktijk. Alle reden voor een warm pleidooi voor de Europese langetermijnbeleggingsinstelling (ELTIF). Kan de ELTIF een voortrekkersrol vervullen?

Door Iris Dingemans

Investerings in private beleggingen, zoals vastgoed, private equity, kredieten en infrastructuur, zijn nu veelal voorbehouden aan institutionele investeerders, evenals de bijbehorende rendementen. Democratisering van private beleggingen is het fenomeen waarbij juist particuliere beleggers¹ toegang krijgen tot dergelijke investeringen. Hierbij moet niet alleen worden gedacht aan de vermogende particulier die al dan niet via een family office deelneemt, maar ook aan mensen die voor hun pensioenopbouw beleggen.

De lage rentes van de afgelopen jaren, de gestegen gemiddelde levensverwachting en het toenemende besef van het belang om zelf een betere financiële toekomst te creëren, maken private beleggingen aantrekkelijk. Toch zijn deze strategieën nog niet op grote schaal beschikbaar

voor particuliere beleggers. Als reden wordt vaak gewezen op de financiële ongeletterdheid, de mismatch qua liquiditeit en de 'verering' van liquiditeit. Ook de wet- en regelgeving ter bescherming van particuliere beleggers ligt hieraan ten grondslag.

Financiële ongeletterdheid

In de EU wordt beleggen nog vaak gezien als een speculatieve aangelegenheid, slechts weggelegd voor de welgestelden. De Europese Commissie is initiatieven gestart om Europeanen te onderwijzen over het belang van beleggen als onderdeel van een betere financiële toekomst. Naast de risico's en gevolgen van beleggen lijkt er meer aandacht te komen voor de risico's en gevolgen van niet-beleggen alsook voor educatie van particuliere beleggers.



Mismatch qua liquiditeit en de 'verering' van liquiditeit

De heersende gedachte lijkt te zijn dat particuliere beleggers per definitie een relatief korte beleggingshorizon hebben. Zij zouden op korte termijn – bij voorkeur dagelijks – moeten kunnen uitstappen. Private beleggingen zijn vaak juist niet snel in liquide middelen om te zetten zonder substantieel waardeverlies. De vraag is echter of particuliere beleggers per definitie een korte beleggingshorizon hebben. Een belegger die spaart voor zijn pensioen heeft immers een beleggingshorizon die kan oplopen tot tientallen jaren. Die belegger is eerder gebaat bij een hoger rendement dan een frequente liquiditeit.

Zolang asset managers en adviseurs genegen zijn om alleen zeer liquide investeringen aan hun particuliere clientèle te adviseren, omdat

dat de 'veiligste optie' is, bestaat er geen prikkel om producten te ontwikkelen die minder liquide zijn, maar wel kans bieden op een hoger rendement.

Wet- en regelgeving

Het aanbieden van financiële producten aan particulieren is binnen de EU meestal aan regels gebonden. Beleggingsinstellingen die investeren in private beleggingen, zullen veelal onder de AIFMD vallen. In tegenstelling tot UCITS kent de AIFMD geen (geharmoniseerd) regime voor het aanbieden aan particuliere beleggers binnen de EU. Dit maakt het complex en kostbaar om deze strategieën breed aan te bieden aan particuliere beleggers binnen de EU.

Voor de meeste knelpunten zijn tal van oplossingen te bedenken: educatie als bestrijding van de financiële ongeletterdheid, listed funds, het creëren van een

(interne) markt voor closed-end funds, closed-end funds met specifieke voorwaarden ten aanzien van inleg en looptijd en/of semi-open-end funds en het opzetten van feeder funds of fund-of-funds-structuren, als oplossing voor de mismatch en frequentie van liquiditeit.

Dat laat onverlet dat er in beginsel geen uniforme toegang tot de Europese particuliere markt bestaat voor private beleggingen. Of toch wel?

Europese lange-termijnbeleggingsinstelling

ELTIFs zijn collectieve beleggingsvehikels ontworpen voor beleggers die langetermijninvesteringen willen doen in niet-beursgenoteerde bedrijven en assets met een langetermijnkarakter. Denk aan vastgoed of infrastructuurprojecten. Instellingen zoals ELTIFs moeten zowel een AIFMD-beheerder als een bewaarder hebben. Net als UCITS zijn ze daarnaast als product gereguleerd. Dit betekent dat ELTIFs moeten voldoen aan regels omtrent beleggingen (diversificatie en portefeuillesamenstelling) en hefboomlimieten opgenomen in de ELTIF-Verordening². ELTIFs zijn per definitie closed-end.

ELTIFs mogen worden aangeboden aan particuliere beleggers binnen de EU, mits aan bepaalde vereisten wordt voldaan. Deze vereisten omvatten onder meer een geschiktheidstoets en het verstrekken van een passend beleggingsadvies door de beheerder of de distributeur. Slechts beheerders met een MiFID top-upvergunning mogen rechtstreeks aan particuliere beleggers aanbieden. In het

geval dat de beleggingsportefeuille van een particuliere belegger de € 500.000 niet overschrijdt, mag die belegger niet meer dan 10% van zijn beleggingsportefeuille in ELTIFs investeren met een minimum oorspronkelijk bedrag van € 10.000. De beheerder of de distributeur dient hiervoor te zorgen op basis van de informatie verstrekt door de particuliere belegger.

Samenvattend: ELTIFs zijn vehikels specifiek opgezet voor collectieve investeringen in private beleggingen met de mogelijkheid tot het aanbieden aan particuliere beleggers binnen de EU. Toch wordt de ELTIF nog niet veel gebruikt. Ongeveer 70 ELTIFs staan geregistreerd in het ELTIF-register van ESMA, waarvan slechts ruwweg de helft grensoverschrijdend wordt aangeboden. De voornaamste reden voor het uitblijven van succes zijn de restricties, limieten en specifieke vereisten.

ELTIF 2.0

Als onderdeel van de Kapitaalmarktunie publiceerde de Europese Commissie op 25 november 2021 een voorstel om de ELTIF-Verordening te herzien. De aanpassingen hebben tot doel om ELTIFs aantrekkelijker te maken voor beheerders en beleggers. Hiertoe vervalt een aantal restricties en worden de bestaande limieten en vereisten versoepeld. De reikwijdte van de in aanmerking komende assets en investeringen wordt vergroot. Zo wordt toegestaan om te beleggen in bepaalde securitisaties of in Europese AIFs of UCITS en mag er ook belegd worden buiten de EU. Tevens wordt het voor beheerders eenvoudiger om te kiezen

voor een fund-of-fund-strategie of een master-feeder-constructie. De regels omtrent portefeuillesamenstelling, diversificatie en hefboomlimieten worden eveneens versoepeld. Verder beogen de voorgestelde aanpassingen om het voor particuliere beleggers makkelijker te maken om in ELTIFs te beleggen. De minimale investeringsdrempel voor particuliere beleggers wordt geschrapt en voor beleggingsbescherming wordt aangesloten bij de geschiktheidstoets van MiFID II, wat de drempel voor beleggingsondernemingen zou moeten verlagen om cliënten te doen beleggen in ELTIFs.

In mei en juni van dit jaar hebben de Europese Raad en het Europees Parlement hun standpunten ten aanzien van de herziening van de ELTIF-Verordening gepubliceerd. Beide standpunten onderkennen het potentiële belang van de ELTIF voor de reële economie en onderstrepen de rol van de particuliere belegger. Het voorstel van het Europees Parlement introduceert in dit verband onder meer de 'duurzame ELTIF' en een open-end ELTIF.

Alhoewel nog onderhandeld wordt over de definitieve tekst, is de verwachting dat de aanpassingen in de ELTIF-Verordening de ELTIF een aantrekkelijker product maken voor zowel beheerders als beleggers. Wellicht vormt dit een katalysator voor de democratisering van private beleggingen! ■



Iris Dingemans

Partner,
Simmons & Simmons

IN HET KORT

Democratisering van private beleggingen is het fenomeen waarbij niet-institutionele beleggers toegang krijgen tot investeringen in private beleggingen.

Financiële ongeletterdheid, de mismatch van liquiditeit en wet- en regelgeving belemmeren de democratisering van private beleggingen.

Sinds 2015 bestaat de ELTIF-regeling, die specifiek is ontworpen voor investeringen in private beleggingen, met de mogelijkheid tot het aanbieden daarvan aan particuliere beleggers binnen de EU. Door de restrictieve regels is er echter geen sprake van een doorslaggevend succes.

De ELTIF-regeling wordt momenteel aantrekkelijker gemaakt voor beheerders, professionele beleggers en particuliere beleggers.

¹ In dit artikel wordt het begrip 'particuliere belegger' gebruikt voor iedere belegger anders dan een professionele belegger in de zin van de AIFMD.
² Verordening (EU) 2015/760 betreffende Europese lange-termijnbeleggingsinstellingen.

Door de bomen het bos zien

Het algemene streven naar duurzaamheid en de huidige hoge inflatie hebben de beleggingscase voor bosbouw versterkt. Angela Davis, Managing Director bij Campbell Global (de bosbouwbeleggingstak van J.P. Morgan Asset Management), legt uit wat deze asset class aan een beleggingsportefeuille kan toevoegen.

Door onze redactie

De bosbouwbeleggingstak van J.P. Morgan Asset Management heet Campbell Global (CG). Kunt u daar iets meer over vertellen?

‘Wij zijn een wereldwijd opererende asset manager met een historie van meer dan veertig jaar in het managen van actieve strategieën gericht op bosgrond. Vanuit Portland, in de Amerikaanse staat Oregon, beheert CG per 31 december van vorig jaar een vermogen van meer dan \$ 5,5 miljard en klanten bezitten ongeveer 1,7 miljoen hectare bos over de hele wereld.

In de loop der decennia hebben we waar- de gecreëerd door innovatief te denken en dynamisch om te gaan met het beleg-

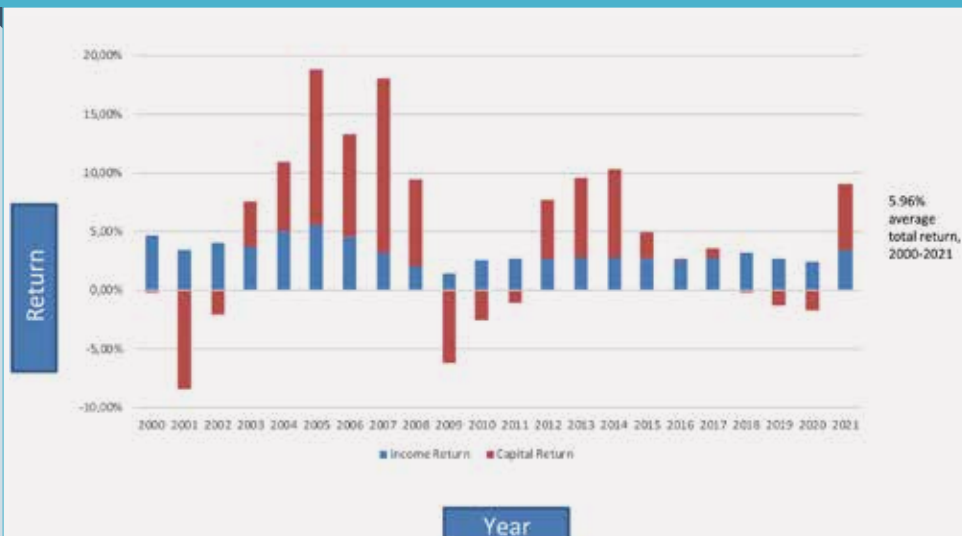
gen in en het beheren van duurzame bossen. We maken gebruik van eigen gegevens en geavanceerde modellen om de maximale waarde uit onze investeringen te kunnen halen. In 2021 is CG samengegaan met J.P. Morgan Asset Management (JPMAM) en volledig geïntegreerd in het aanbod aan alternatieve beleggingen van JPMAM.’

Waarom zouden institutionele beleggers in bosbouw moeten investeren?

‘Bosbouw biedt beleggers veel van dezelfde voordelen als reële kernbeleggingen: een fysieke belegging met een lange levensduur die stabiele kasstromen en bescherming tegen inflatie biedt. Er zijn echter ook belangrijke verschillen. Een groot voordeel van bosbouw is dat beleggers een directe impact kunnen uitoefenen op klimaatverandering via CO₂-opslag, want goed beheerde bossen helpen de schadelijke effecten van koolstofdioxide in de atmosfeer te verminderen.

Een ander belangrijk verschil is de manier waarop bosbouw als belegging inkomen kan genereren. Sommige bossen produceren bomen die worden gekapt als ze volwassen zijn, wat stammen oplevert die in zagerijen worden verwerkt tot hout voor de bouw. Een uniek kenmerk van onze strategie is de specifieke focus op deze houtproducerende bossen. Dit proces levert rendementen op die sterk correleren met de vraag naar woningen, met groei en uiteindelijk met inflatie.

FIGUUR 1: RENDEMENTEN BOSBOUW NAAR INKOMEN EN KAPITAALRENDEMENT



Bron: NCREIF US Timberland Property Index (totaalrendement einde jaar). Gegevens per 31 december 2021.

‘Naast CO₂-opslag bieden bossen andere bijkomende voordelen, zoals schoon water en een leefgebied voor dieren in het wild, recreatieve mogelijkheden en een bron van betaalde banen in landelijke gebieden.’



CV

Angela Davis

Angela Davis is Managing Director bij Campbell Global, de bosbouwbeleggingstak van J.P. Morgan Asset Management. Davis begon haar carrière in de auditgroep van KPMG Peat Marwick. Voordat zij in 2000 bij Campbell Global kwam werken, was zij Assistant Director of Investments bij Oregon State Treasury. Davis leidt bij Campbell Global de business development en client service teams en werkt nauw samen met Chairman en Chief Executive Officer John Gilleland om de groei strategie van Campbell Global uit te voeren en de leidende rol binnen de sector verder te versterken.

zich niet langer tot de onderliggende waarde van het hout alleen. Bomen zijn ook een krachtig instrument in de strijd tegen de opwarming van de aarde.

Bossen behoren tot de meest effectieve en schaalbare mechanismen om koolstofdioxide uit de atmosfeer te halen. Ze kunnen dienen als enorme koolstofdioxide-reservoirs, omdat bomen CO₂ uit de atmosfeer halen en als bouwsteen gebruiken om de groei en koolstofopslag te vergroten. Duurzaam geoogste houtproducten en materialen met een lange levensduur blijven CO₂ opslaan lang nadat ze uit een bos zijn gehaald. Naast CO₂-opslag bieden bossen andere bijkomende voordelen, zoals schoon water en een leefgebied voor dieren in het wild, recreatieve mogelijkheden en een bron van betaalde banen in landelijke gebieden.’

Hoe groot is de CO₂-compensatiemogelijkheid?

‘De totale jaarlijkse wereldwijde CO₂-uitstoot, momenteel meer dan 36.000 ton, zal met ongeveer 10.000 ton moeten afnemen om de wereldwijde temperatuurstijging tot het jaar 2100 onder de 1,5 °C te houden, zoals afgesproken in het Akkoord van Parijs¹. Het beperken van de emissie is mogelijk, maar ingewikkeld. Directe compensatie door CO₂-opslag kan het totaal aanzienlijk verminderen en de >

In feite biedt juist bosbouw de mogelijkheid om opportunistisch te reageren op prijsveranderingen. Terwijl de bomen zelf langzaam in waarde toenemen naarmate ze ouder worden, kan de beslissing over wanneer en hoeveel te kappen worden gebaseerd op de prijzen voor stammen en hout. Deze strategie maakt deel uit van de actieve benadering van bosbeheer die CG hanteert en die volgens ons op de lange termijn kan leiden tot betere rendementen dan de bosbouwbenchmarks.

Zoals elke vorm van beleggen kent ook bosbouw risico's. Deze kunnen worden ingedeeld in twee hoofdcategorieën: (a) fysieke risico's, zoals brand, droogte, wind, insecten en ziekten, en (b) economische risico's, die samenhangen met de onderliggende factoren voor vraag en aanbod. Fysieke risico's kunnen worden beperkt door actief bosbeheer, waardoor een gezond en veerkrachtig boslandschap ontstaat, en door diversificatie van de portefeuille.’

Hoe helpt bosbouw de CO₂-uitstoot van posities binnen beleggingsportefeuilles te verminderen?

‘Terwijl onze economie richting meer duurzaamheid beweegt, is de waardepropositie voor bosbouw veel verder geëvolueerd dan alleen het gebruik ervan in de bouw. De waarde van een boom beperkt

wereldeconomie de tijd geven om zich aan te passen aan een duurzamer model. De vraag is natuurlijk waar de compensatie vandaan komt. Bosbouw is op dit moment goed voor ongeveer 40% van het huidige aanbod van compensaties. Dit percentage zal waarschijnlijk toenemen.

Hoewel de CO₂-compensatiemarkt nog jong is, wordt het proces waarbij compensatiekredieten worden gecreëerd, geverifieerd, geregistreerd en verkocht steeds meer geïnstitutionaliseerd. Ook zijn er veelbelovende technologieën gericht op het meten, binnenhalen en lokaliseren van kopers die het aanbod kunnen vergroten en de markt kunnen verbreden met kleine en middelgrote landeigenaren. Vooralsnog is de vraag naar compensatie door bedrijven groter dan het aanbod, waardoor boseigenaren een gunstige uitgangspositie hebben.¹

Zijn er mogelijkheden om te beleggen in Europese bossen?

‘De belegbare bosbouwpercelen die in Europa op de markt komen, zijn vaak veel kleiner dan de bosbouwpercelen die worden verhandeld in Noord-Amerika, Australazië en Chili. Particuliere Europese bossen zijn over het algemeen zeer gefragmenteerd, waarbij de meeste belangen kleiner zijn dan vijf hectare. Markttransacties die grotere belangen vertegenwoordigen, betreffen meestal bossen die pulpproducten leveren.

Waarin CG zich met name onderscheidt, zijn transacties met schaalgrootte en een focus op massief houten eindproducten. Dit zijn de belangrijkste factoren waardoor Europa voor onze strategie niet wordt gezien als een kernregio voor bosbouw. Bovendien zorgen hoge grondkos-

ten en een tragere groei ervoor dat bosbouwbeleggingen in een groot deel van Europa minder presteren dan die in de kernregio's van Noord-Amerika, Australazië en Chili, die de focus vormen van de strategie van CG.²

Hoe kan bosbouw een aanvulling zijn voor een portefeuille?

‘In volatiele markten kan het vermogen van bosbouw om stabiele rendementen te behalen met een lage volatiliteit de efficiëntie van een portefeuille verbeteren en tegelijkertijd veerkracht bieden bij inflatie en stijgende rentes. Uit onderzoek van J.P. Morgan Asset Management² blijkt dat bosbouw sterke diversificatie-eigenschappen kan toevoegen aan een beleggingsportefeuille, met een lage correlatie met belangrijke risicofactoren die de prestaties van andere beleggingscategorieën bepalen.

In het verleden heeft deze beperkte blootstelling aan belangrijke risicofactoren in periodes van onrust op de markt bijgedragen aan een goede performance van bosbouw in vergelijking met de meeste risicovolle beleggingen. Tijdens de grootste crises en scenario's van stijgende rentes van de afgelopen twintig jaar waren er slechts bescheiden verliezen, of zelfs bescheiden winsten. Dit kenmerk kan helpen de waarde van portefeuilles te beschermen tijdens marktdalingen.³ ■

1 Bronnen: Global Carbon Atlas (<http://www.globalcarbonatlas.org/en/> CO₂-emissions); Carbon Registries (totaal koolstofcompensaties geregistreerd via Climate Action Reserve, American Carbon Registry, Carbon Plan, Gold Standard, Verra, Clean Development Mechanism); ARB is niet inbegrepen, omdat projecten ook zijn geregistreerd via American Carbon Registry, Climate Action Reserve en Verra. Gegevens vanaf 2019 - tenzij niet beschikbaar.

2 Bron: J.P. Morgan Asset Management. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Gebaseerd op factorladingen/schattingen van rendementsgegevens voor de periode van 18 jaar en 10 maanden van januari 2003 tot november 2021. Analyse uitgevoerd voor beleggingscategorieën afgedekt naar GBP. Diversificatie garandeert geen positief rendement en elimineert het risico op verlies niet.

FIGUUR 2: HISTORISCHE STRESSTEST VAN DIVERSE ASSET CLASSES EN HOE BOSBOUW ZICH DAARTOE VERHOUDT

	Rising Rates Scenarios		Crisis Scenarios			
	Taper Tantrum	Trump Election	Tech Bubble	September 11 Crisis	Global Financial Crisis	COVID 1st Wave
Start Month	Apr 2013	Jul 2016	Mar 2000	Sep 2001	Nov 2007	Jan 2020
End Month	Aug 2013	Dec 2016	Oct 2002	Aug 2002	Feb 2009	Jan 2020
Number of Months	5	6	32	12	15	5
Direct Lending	1.5%	5.4%	4.1%	-1.9%	-25.1%	-4.8%
Global Special Situations	-6.3%	7.9%	20.7%	5.9%	-34.0%	-5.4%
DM Equities	3.9%	11.3%	-10.2%	-22.0%	-48.7%	-11.2%
EM Equities	-6.5%	-4.7%	-38.0%	2.5%	-63.8%	-6.7%
Property	0.1%	-0.5%	11.7%	-6.6%	-36.3%	-21.9%
Timber	-7.2%	2.6%	1.7%	-1.0%	4.3%	-2.5%
Infrastructure	12.8%	4.2%	27.4%	9.6%	12.2%	7.5%
Private Equity	6.6%	7.8%	-11.1%	-4.6%	-26.6%	-0.6%

Bron: J.P. Morgan Asset Management. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

IN HET KORT

Beleggen in bosbouw kan een duurzame bron van inkomsten en kapitaalgroei bieden, met stabiele kasstromen en een positieve gevoeligheid voor veranderingen ten aanzien van inflatie.

Bosbouw stelt beleggers in staat ESG-doelen te behalen. Het haalt CO₂ uit de atmosfeer, creëert banen in landelijke gebieden en zorgt voor het behoud van de biodiversiteit in ecosystemen.

De expertise van Campbell Global als beheerder van bosbouwbeleggingen helpt portefeuilles te diversifiëren en kapitaal te beschermen in tijden van marktonrust.

Hulde voor Vettel!

Zullen persoonlijke CO₂-budgetten het einde van de Formule 1 inluiden, of dienen we dit te verwachten van de politiek?

Wat een geweldige aankondiging van Sebastian Vettel: de viervoudig Formule 1-kampioen gaf in een Instagram-video aan dat het lopende seizoen zijn laatste is. De belangrijkste reden is dat hij zijn familie op nummer 1 zet, maar ook speelde mee dat hij moeite heeft met het reizende CO₂-uitstootcircus dat de Formule 1 is. Hulde voor Vettel!

Hij geeft een sterk signaal af naar de wereld en naar zijn fans in het bijzonder. Het is niet makkelijk om de hand te bijten die je voedt.

En hij heeft gelijk: over 25 jaar zullen we op de Formule 1 terugkijken als een anachronisme, een relict uit vervlogen tijden: het voor de lol zo snel mogelijk doelloos in rondjes CO₂ uitstoten op verschillende plekken in de wereld, terwijl juist het terugbrengen van die uitstoot nu zo ontzettend belangrijk is.

Ik stel voor dat we als Nederland het voorbeeld van Vettel volgen en zorgen dat dit jaar het laatste jaar is dat de Formule 1-race hier wordt gehouden. Max zal het niet erg vinden, want die van zijn thuisland, Monaco, zal waarschijnlijk nog wel doorgaan. De andere motorsporten laten we spoedig volgen.

Maar speelde misschien ook mee dat Vettel bezorgd was over zijn persoonlijke CO₂-budget? De recente proefballon voor

een distributiesysteem van persoonlijke CO₂-rechten heeft veel losgemaakt, niet in de laatste plaats voor de persoon die hem heeft opgelaten.

Met name de verwachting dat vermogenden de rechten van minima opkopen om maar geen verandering in de levensstijl aan te brengen, is hierbij het tegenargument. Ongelijkheid! Polarisatie!

Het voornaamste probleem van dit systeem lijkt echter te zijn dat het de verantwoordelijkheid volledig bij het individu legt en niet bij het bedrijfsleven of de politiek. Want daar wringt de schoen: als je als modaal huishouden nog maar net je sterk gestegen energierekening kunt betalen, is er geen ruimte meer om in de supermarkt de afweging te maken tussen kiloknaller en met de auto naar je werk gaan.

Niet iedereen heeft de luxe van thuiswerken of een Urban Arrow. En dan gaan we voor het gemak maar voorbij aan de mogelijke implicaties van het inzicht dat de overheid krijgt in persoonlijke uitgaven.

Het is aan de politiek om de grote keuzes te maken voor het reduceren van CO₂-uitstoot en deze op billijke wijze af te dwingen bij het bedrijfsleven. Niet om deze verantwoordelijkheid af te schuiven op het individu. Daar kunnen soms slachtoffers bij vallen, maar als we starten met erkennen wat voor anachronisme de Formule 1 is, valt het misschien uiteindelijk allemaal best mee. ■



Door **Vincent Stap**,
Bestuurslid bij
CFA Society VBA
Netherlands en Senior
Financial Risk Manager
bij Invest-NL

Direct lending kan de vergroening versnellen

‘Het mes snijdt aan drie kanten’, stelt Bouwe Kuik, Chief Executive Officer van Dynamic Credit, als hij spreekt over kredietverlening aan huizenbezitters ter verduurzaming van hun huis: ‘Lagere maandlasten, minder energieverbruik en beleggers die rechtstreeks participeren in de vergroening.’ Jasper Koops, Head of Portfolio Management bij Dynamic Credit, vult aan: ‘De groene lening klinkt als een no-brainer, maar vereende krachten zijn nodig om haar mogelijk te maken.’

Door Harry Geels

Wat verstaan jullie precies onder direct lending? Hoe is de markt in verschillende sub-classes opgedeeld?

Jasper Koops: ‘Direct lending is het verstrekken van leningen buiten de bancaire sector om en betreft doorgaans een directe verstrekking vanuit een geldverstrekker aan een leningnemer. Dit kunnen consumenten zijn, maar vaak gaat het om middelgrote bedrijven met een nominale waarde van meerdere miljoenen. Dynamic Credit focust op het verstrekken van kleinere leningen tot € 1 miljoen aan consumenten en middelgrote bedrijven. De leningen kunnen allerlei voorwaarden hebben en bijvoorbeeld worden aangeboden met of zonder onderpand. Hypotheken zijn ook een goed voorbeeld van direct lending aan consumenten. Om de leningen tot stand te laten komen, wordt er bijna altijd gebruikgemaakt van een facilitator, zoals een vermogensbeheerder die het platform en het netwerk heeft om efficiënt de leningen tot stand te brengen. Wij zijn bijvoorbeeld zo’n facilitator voor Nederlandse hypotheken. Voor de duidelijkheid: er is geen sprake van direct lending als de leningen verpakt en doorverkocht worden aan andere beleggers. In dat geval wordt gesproken van structured credit.’

Bouwe Kuik: ‘Cruciaal is dat er bij direct lending alleen sprake is van economische ‘exposure’. De facilitator vormt de waterscheiding tussen in ons geval de belegger en de hypotheeknemer. De belegger heeft geen zorgplicht richting de hypotheeknemer. Die kan de hypotheken in zijn beleggingsportefeuille behandelen als een belegging. De hypotheeknemer hoeft op zijn beurt niet te onderhandelen met beleggers over de hypotheekvoorwaarden, maar met een in Nederland gevestigde vergunninghoudende partij, die vanuit de wet de zorgplicht heeft en die natuurlijk vervolgens ook aanvaardt en naleeft. In Nederland is in de afgelopen vijf jaar op deze manier voor zo’n € 25 miljard aan hypotheken verstrekt aan consumenten, grotendeels vanuit de balansen van pensioenfondsen en verzekeraars. De wereldwijde markt voor direct lening is natuurlijk vele malen groter.’

Kunnen jullie meer in het algemeen iets zeggen over de groei van direct lending in Nederland en hoe die groei te verklaren valt? Waarom doen sommige institutionele beleggers nog niet mee? Hoe kunnen die over de streep worden getrokken?

Koops: ‘Toen we in 2013 begonnen met het voor institutionele beleggers op deze manier faciliteren van hypotheekbeleggingen, was het aanvankelijk nog wel even spannend of het zou werken. Maar de markt groeide snel en er is bijna geen enkele institutionele belegger meer die niet in Nederlandse hypotheken belegt. En wij zijn ook lang niet de enige dienstverlener meer. Het is met recht een volwaardige beleggingscategorie geworden – direct lending is ‘here to stay’. Het is met de lange duration – de meeste hypotheken lopen twintig tot dertig jaar – en de stabiele kasstromen – Nederlanders zijn trouwe betalende van de rente en aflossing – een uitstekende beleggingscategorie voor institutionele beleggers. We onderhouden eveneens een markt. Er is dus ook liquiditeit. Via ons platform heeft recent nog een grote belegger zijn hypotheekportefeuille van de hand gedaan en deze is gekocht door een andere belegger. We zien de gemiddelde duration in onze portefeuilles overigens wat veranderen. Toen de rente steeds lager werd, kregen hypotheeknemers steeds meer een voorkeur voor langere looptijden, maar nu de rente weer oploopt, wordt bijvoorbeeld de 10-jarige hypotheek weer populairder.’

Kuik: ‘De markt voor hypotheekleningen als directe lening startte inderdaad wat stroef, omdat institutionele beleggers nooit de eerste investeerder willen zijn. Wat de markt heeft geholpen, is een kopgroepje van pioniers en de tot voor kort alsmaar dalende rente, waardoor de duration van de beleggingen steeds hoger werd, wat natuurlijk aantrekkelijk is voor de balansen van pensioenfondsen met hun langlopende verplichtingen. Banken hebben vanuit hun toezichtskader juist moeite met het verstrekken van langlopende hypotheekleningen. Die kosten te veel kapitaalbeslag. De Nederlandse hypotheekmarkt is eigenlijk best uniek. De direct lenders zijn hier strikt. De eisen die de achterliggende institutionele beleggers in hun mandaat aan ons stellen in termen van bijvoorbeeld kredietwaardigheid of duurzaamheid, duration of NHG-bescherming zijn hoog. Hypotheeknemers die niet bij ons terecht kunnen, gaan vaak naar een bank. In andere landen gaan hypotheeknemers juist eerst naar een bank en pas als ze daar niet terecht kunnen, komen ze bij een specialty lender uit, die vaak een behoudend hogere rente rekent.’



CV

Bouwe Kuik

Bouwe Kuik is Chief Executive Officer bij Dynamic Credit Direct Lending NL, waar BNP Paribas Asset Management sinds april 2022 een meerderheidsbelang in heeft. Kuik is ook Medeoprichter en naamgever van het lening originatie- en distributieplatform bij Bouwe dat in 2015 de markt betrad. Van 2007 tot 2014 werkte hij als Director Banking bij IG&H Consulting & Interim. Kuik studeerde Bedrijfskunde aan Nyenrode Business Universiteit.

Meer dan 50% van het wereldwijde (belegde) vermogen zit in huizen. Huizen spelen dus een cruciale rol bij de vergroening van de aarde. Hoe kan direct lending bijdragen aan de vergroening of zelfs aan de versnelling ervan?

Kuik: ‘Dat doen we op twee manieren. Bij het verstrekken van de hypotheek wijzen we onze klanten op de mogelijkheden tot verduurzaming van de woning. Sommige van onze institutionele klanten zijn daarbij zelfs bereid een iets lagere hypotheekrente toe te staan als het huis na aankoop meteen tot een bepaald energielabel wordt verduurzaamd. Ook kunnen beleggers een consumptief krediet aanbieden om daarmee de woning te verduurzamen. Er zijn slimme rekentools waarmee online berekend kan worden hoeveel je met welke maatregelen kan besparen. Je krijgt dan een ecologische (CO₂-reductie) en financiële (minder energielasten) business case.

Rente en aflossing van de lening worden gefinancierd uit de verlaging van de energierekening. Met deze tweede vorm van kredietverstrekking kunnen we vergroening versnellen. De huizenbezitters hoeven dan niet relatief hoge transactiekosten van een hypotheeklening, zoals notaris en adviesrapport, te betalen en kunnen di-

rect twee vliegen in een klap slaan: lagere lasten en verduurzaming. Ook onze beleggende klanten vinden deze kredietvorm interessant om aan hun portefeuille toe te voegen, omdat deze leningen voor 100% worden gebruikt om energie te besparen. Bij veel beleggingen is het per saldo toch lastig aan te tonen hoeveel energie er echt bespaard wordt. Bij deze leningen speelt dat probleem niet. Het mes snijdt aan drie kanten: het milieu, de beleggers en de huizenbezitters profiteren.’

Dat klinkt als een ‘no-brainer’

Koops: ‘Ja, maar de markt moet hiervoor wél gemaakt worden. Huizenbezitters moeten weten dat ze voor verduurzaming van hun huis krediet kunnen krijgen. Er moet met diverse partijen een samenwerking worden opgezet, zoals met de aanbieders van zonnepanelen en warmtepompen en met energiemaatschappijen. Ook moeten beleggers enthousiast worden gemaakt voor deze vorm van kredietverlening. We hebben al veel positieve reacties ontvangen. Dit beleggingssegment is in potentie erg groot. Er moeten tientallen miljarden worden geïnvesteerd in de verduurzaming van de woningmarkt en dat kunnen we niet alleen. We proberen onze initiatieven op meerdere manieren onder de aandacht te brengen, zoals door te spreken op seminars. We juichen het zelfs toe als ook andere aanbieders >

vergelijkbare activiteiten opzetten. De vergroening van de wereld vergt vereende inspanningen.'

Wat is er nog meer nodig om de schaalgrootte van duurzame kredietverlening tot stand te brengen?

Kuik: 'De overheid kan ook helpen. Eigenlijk zouden de leennormen voor duurzame kredieten veranderd moeten worden. Extra rentelasten kunnen nu niet weggestreept worden tegen energiebesparingen. Nu kunnen eigenlijk alleen de mensen met hoge inkomens dit soort leningen aangaan. Zij kunnen de maandlasten ophoesten. Maar ook mensen met een lager inkomen zouden hun huizen moeten kunnen verduurzamen. Als we de maandlasten per saldo aantoonbaar kunnen verlagen, dan moeten dit soort leningen eigenlijk aan iedereen verstrekt kunnen worden. De overheid zou ook een rol kunnen spelen met een regeling voor restschuldggarantie via het NHG. Dat kan nu niet, omdat in de statuten van het waarborgfonds staat dat het uitsluitend om hypotheeken gaat. De doelstellingen van de NHG zijn echter wel zodanig opgeschreven dat duurzame kredieten een prima aanvulling zijn. Sterker nog, het duurzamer maken van de woning maakt dat de risico's lager worden. Dat zou zich zelfs kunnen vertalen in lagere hypotheekrentes.'

Koops: 'In Nederland worden in het algemeen veel subsidies gegeven, maar het blijkt dat die vooral bij de hogere inkomens terecht komen. Dat geldt grosso modo ook voor subsidies voor verduurzaming. Maar als we echt werk willen maken van de vergroening van de aarde met de verduurzaming van de huizenmarkt, is juist financiële ondersteuning aan de onderkant van de maatschappij nodig. De overheid moet een speelveld creëren waarin iedereen in staat wordt gesteld op energielasten te besparen. Dat hoeft niet eens met out-of-pocket geld, dit kan redelijk eenvoudig met garanties. Door zelf minder geld uit te geven, kan de overheid dus de markt in staat stellen de

'Als we echt werk willen maken van de vergroening van de aarde met de verduurzaming van de huizenmarkt, is juist financiële ondersteuning aan de onderkant van de maatschappij nodig.'



CV

Jasper Koops

Jasper Koops is als Head of Portfolio Management verantwoordelijk voor het portefeuillebeheer van Nederlandse hypothecaire leningen bij Dynamic Credit, waar BNP Paribas Asset Management sinds april 2022 een meerderheidsbelang in heeft. Hij stelt het risico-rendementsprofiel op, doet marktonderzoek en geeft inzichten voor de strategieën. Daarnaast onderhoudt hij met zijn team de relaties met beleggers, waarbij hij het eerste aanspreekpunt is. Koops behaalde een MSc Quantitative Finance and Actuarial Science aan de Universiteit van Tilburg en is CFA- en CAIA-Charterhouder.

problemen op te lossen. We hebben hier overigens al gesprekken over gevoerd met de overheid, maar bij de overheid gaan zaken helaas langzaam. We hebben besloten hier niet op te wachten en nu al met 'groene kredieten' naar de markt te komen. Onze nieuwe moeder kan ons bij die marktwerking ondersteunen.'

Dat is een mooi bruggetje naar de volgende vraag. Waarom heeft BNP Paribas Asset Management een meerderheidsbelang in Dynamic Credit genomen?

Kuik: 'Om de markt te maken, moeten vraag en aanbod worden gecreëerd en bij elkaar worden gebracht. Dit kunnen we niet alleen. Het helpt als een grote partij als BNP Paribas Asset Management, die wat betreft verduurzaming en private assets in de wereld vooroploopt, haar schouders eronder zet. Nu we onderdeel zijn van een groter geheel, zien we ineens dat we een serieuzere gesprekspartner worden voor belanghebbenden zoals de overheid, beleggers, consumenten en energiemaatschappijen. De 'energielening' is bovendien een schaalbaar idee dat ook internationaal kan worden uitgerold. BNP Paribas Asset Management zou dit dus ook met lokale partners in andere landen uit kunnen rollen, waardoor de verduurzaming van de woningmarkt niet tot Nederland beperkt blijft.' ■

Terugvordering van girale betaling door curator: eenvoudig is anders

In een arrest van begin dit jaar heeft de Hoge Raad nader bepaald in welke gevallen een faillissementscurator bevoegd is om een girale betaling terug te vorderen van de schuldeiser als deze, na de faillietverklaring van de schuldenaar, vanaf diens bankrekening is voltooid.

Door faillietverklaring verliest een schuldenaar de beschikking over zijn vermogen. Een vraag die de gemoederen al jaren bezighoudt is of, en zo ja, onder welke voorwaarden, de curator een door de schuldenaar gedane betaling van de schuldeiser kan terugvorderen als creditering van de rekening van de schuldeiser na de faillietverklaring van de schuldenaar heeft plaatsgevonden, maar de betaalopdracht door of namens deze nog vóór zijn faillietverklaring is gegeven.

In een arrest van 31 maart 1989 oordeelde de Hoge Raad dat de curator een door de schuldenaar betaald bedrag van de schuldeiser kan terugvorderen als de bank van de schuldenaar bij de aanvang van de dag van de faillietverklaring nog niet alle handelingen heeft verricht die zij als opdrachtnemer van de schuldenaar ter effectuering van de betaling aan de schuldeiser gehouden was te verrichten. Door de daarmee verband houdende bewijsproblemen betrof het hier een voor de praktijk uiterst bewerkelijke regel. Bovendien kon de uitkomst verschillen al naar gelang het al dan niet interbancaire karakter van de betaling.

In zijn arrest van 20 maart 2015 heeft de Hoge Raad dan ook een pragmatischer koers ingezet en beslist dat bij faillissementen van na die datum de curator 'steeds' het bedrag van een na de faillietverklaring van de schuldenaar op de rekening van de schuldeiser bijgeschreven girale betaling van de schuldeiser kan terugvorderen.

Het arrest van 20 maart 2015 betrof een situatie waarin de rekening van de schuldenaar op de dag van de faillietverklaring een creditsaldo vertoonde. Dit gegeven speelde echter geen rol in de procedure. Uit het arrest blijkt dan ook niet of de reikwijdte van de door de Hoge Raad geformuleerde rechtsregel zich beperkte tot girale betalingen ten laste van een creditsaldo of dat de curator ook terugbetaling van de schuldeiser zou kunnen vorderen wanneer de rekening van de schuldenaar op de dag van de faillietverklaring een debetsaldo vertoonde.

In een arrest van 28 januari 2022 heeft de Hoge Raad zijn standpunt verduidelijkt. In deze zaak ging het om de terugvordering door de curator van een na de faillietverklaring van de schuldenaar voltooide girale betaling waarbij de rekening van de schuldenaar bij de faillietverklaring een negatief saldo vertoonde. De Hoge Raad oordeelde dat de curator een na het intreden van het faillissement aan een schuldeiser betaald bedrag slechts van deze kan terugvorderen, voor zover de betaling heeft geresulteerd in een vermindering van het actief van de boedel dan wel in een vermeerdering van het passief. In het geval van het arrest was daarvan volgens de Hoge Raad geen sprake omdat de rekening bij de faillietverklaring al een debetstand vertoonde en de boedel niet aansprakelijk was voor de toename daarvan na de faillietverklaring.

De Hoge Raad komt hiermee opnieuw met een voor de praktijk uiterst bewerkelijke regel: terugvordering behoort slechts tot de mogelijkheden als de betaling voor de boedel benadelend is geweest. Dat betekent dat dit telkens door de curator zal moeten worden aangetoond, met alle kosten en bewijsproblemen van dien. We zijn dus weer terug bij af. ■



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

Energietransitie vereist aanzienlijk meer investeringen in infrastructuur

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Omdat de wereld naar alle waarschijnlijkheid in een moeilijke macro-economische omgeving terecht zal komen, is infrastructuur interessant. Het gaat immers om een asset class die behoorlijk resistent en veerkrachtig is. De verwachting is dat de allocatie naar infra debt-beleggingen bij institutionele beleggers gaat toenemen, onder meer omdat de banken zich verder terugtrekken.

Tot welke beleggingscategorie behoort infrastructuur debt?

Ravien Sewtahal: ‘Het hangt voor een deel af van het risicoprofiel van de infrastructuurportefeuille. Bij ons is het een aparte beleggingscategorie, met een risicoprofiel dat enigszins vergelijkbaar is met investment grade bedrijfskrediet. Waar wij als pensioenfonds op willen sturen, is de totale hoeveelheid risico in de portefeuille.’

Norbert Bol: ‘Als het alleen om senior debt gaat, kom je veelal in de schuldafdeling terecht. Bij junior debt is het afhankelijk van hoe kennis en risico zijn georganiseerd bij de belegger. Soms hoort het bij debt, soms bij infrastructuur of private markets.’

Wee Mien Cheung: ‘Voor verzekeringsmaatschappijen plaatsen wij infrastructuur debt in een vastrentende portefeuille, maar wel aan de illiquide kant. Natuurlijk kun je infra debt bestempelen als bijvoorbeeld een alternatieve asset class, maar wij beschouwen het als een vastrentend product.’

Markus Schaen: ‘Wij hebben illiquide beleggingen niet als een aparte beleggingscategorie neergezet. Voor ons is infrastructuur debt een vastrentend product. Het concurreert nu met high yield en opkomende markten en binnenkort ook met private corporate debt.’

Jérôme Neyroud: ‘Hoe verschillende beleggers tegen infrastructuur debt aankijken,

hangt vooral af van de manier waarop zij intern georganiseerd zijn. Bij sommige valt infrastructuur debt onder de verantwoordelijkheid van de vastrentende afdeling, andere beschikken over een infrastructuurafdeling. Bij andere klanten valt junior debt onder de high yield-afdeling en infra debt onder de private equity-afdeling. Infra debt zou een aparte beleggingscategorie kunnen zijn, maar zover zijn we nog niet, en daarom moet het in de bestaande interne organisatie worden ingepast.’

Welke subsectoren zijn er en welke zijn het meest aantrekkelijk?

Neyroud: ‘Er zijn drie aantrekkelijke thema’s: elektrische mobiliteit (vervoer), energietransitie en digitale infrastructuur (met name glasvezel). Technisch gezien is er rond deze drie grote sectoren sprake van een zekere mate van cherrypicking om de beste relatieve waarde te vinden. Niet op basis van een risico-rendementsvergelijking, maar op basis van de driehoek risico, rendement en ESG.’

Hoe zit het met sociale infrastructuur als subsector?

Bol: ‘Interessant aan sociale infrastructuur waren de op beschikbaarheid gebaseerde contracten, dus het geringere economische risico. Dat was zeer populair, waardoor de spreads op een gegeven moment nogal laag waren. Nu zie je dat er door de lage risico- en rente-omgeving niet zoveel mogelijkheden meer zijn, waardoor het percentage sociale infrastructuur is gedaald. Mogelijk zal er weer een toename komen, omdat regeringen momenteel studies verrichten naar het opvoeren van sociale infrastructuur.’

Cheung: ‘Wij zien dat er in Nederland en andere Europese landen een grote behoefte is aan meer zorg voor ouderen, bijvoorbeeld op het gebied van huisvesting. Er zijn veel investeringen nodig om de zorgsector voor het toenemende aantal ouderen te ontwikkelen.’

Hoe zouden beleggers hun exposure naar de verschillende segmenten van het infrastructuur-universum moeten selecteren?

Sewtahal: ‘Onze belangrijkste beleggings-overtuiging is spreiden, over sectoren, >

Voorzitter:

Erik Leseman,
Aegon Nederland

Deelnemers:

Norbert Bol,
Building Values
Wee Mien Cheung,
a.s.r. vermogensbeheer
Jérôme Neyroud,
Schroders
Markus Schaen,
MN
Ravien Sewtahal,
Stichting Pensioenfonds
Medisch Specialisten (SPMS)



VOORZITTER

Erik Leseman

Erik Leseman trad in 2005 in dienst bij Aegon. In de afgelopen zeventien jaar heeft hij diverse managementfuncties bekleed bij Aegon Asset Management en Knab Bank, voordat hij Hoofd Investment Management werd bij Aegon Nederland. Hij is tevens Voorzitter van het Nederlandse Responsible Investment Committee. Eerder was hij werkzaam bij ABN AMRO, DNB en de Centrale Bank van de Nederlandse Antillen (BNA). Leseman heeft een Master in Monetaire Economie van de Rijksuniversiteit Groningen.



Norbert
Bol

Norbert Bol richtte in 2021 Building Values op, een adviesbureau op het gebied van vastgoed en infrastructuur. Op basis van dertig jaar ervaring als Belegger, Fondsmanager en Adviseur ligt zijn toegevoegde waarde vooral in verbinden en vernieuwen. Hij is lid van de INREV Due Diligence Committee en van het Innovatielab van de NEVAP. Bol is opgeleid als Bouwkundig Ingenieur en Bedrijfskundige aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



Wee Mien
Cheung

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



Jérôme
Neyroud

Jérôme Neyroud is Head of Infrastructure Debt Investments bij Schroders Capital. Hij heeft 25 jaar ervaring in het adviseren over, structureren van en investeren in infrastructure debt in alle infrastructuursectoren in de EMEA-regio. Neyroud is verantwoordelijk voor het uitbouwen en leiden van de infrastructure debt-activiteiten van Schroders sinds de oprichting in 2015. Zijn team beheert vijf senior debt-fondsen en drie junior debt-fondsen.



Markus
Schaen

Markus Schaen is sinds 2008 werkzaam voor MN. Als Senior Fundmanager Fixed Income is hij verantwoordelijk voor het selecteren van externe vastrentende managers en het monitoren van de interne en externe beheerders. Schaen heeft 25 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener. Hij studeerde onder meer Bedrijfseconomie aan de Universiteit Maastricht.



Ravien
Sewtahal

Ravien Sewtahal werkt sinds 2020 als Investment Manager voor Stichting Pensioenfonds Medisch Specialisten (SPMS). Hij is ook actief voor de UN Net Zero Asset Owner Alliance. Eerder werkte hij onder andere als Beleggingsstrateeg bij Shell Asset Management, ABN AMRO en Robeco. Hij is afgestudeerd in Macro-economie aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam.

regio's, vaste versus variabele rente en managers. Wij denken dat de digitale infrastructuur, onder andere als gevolg van COVID-19, net zo belangrijk kan worden als transport. Voor ons als pensioenfonds is ESG een heel belangrijk onderwerp aan het worden en infrastructure debt is een van de beste beleggingscategorieën om een aantal van onze ESG-doelstellingen te realiseren.'

Schaen: 'Voor infrastructure debt hebben we twee managers ingehuurd, zodat we over enig vergelijkingsmateriaal beschikken. De managers zijn zorgvuldig geselecteerd en worden nauwkeurig gevolgd. We zien dat nogal wat managers infra debt-capaciteiten ontwikkelen, maar ik geloof niet dat al die managers over tien à vijftien jaar nog in infra debt actief zullen zijn. Voor ons is het belangrijk hoe de betreffende manager over infra debt oordeelt. Gaat het alleen om een zakelijke kans, of betreft het een kernactiviteit? Ik wil graag weten of die manager een echt lange adem op het gebied van infrastructure debt heeft.'

Neyroud: 'Omdat we met grote waarschijnlijkheid in een moeilijke macro-economi-

sche omgeving terecht zullen komen, is infrastructure interessant. Het gaat om een sector die, alles in aanmerking genomen, resistenter en veerkrachtiger is dan mainstream corporates. De drie belangrijkste argumenten voor infra zijn waarschijnlijk de geringe credit migration, efficiënte regulatory capital treatment en illiquiditeits- en complexiteitspremies.'

Sewtahal: 'Wij kijken naar onderdelen waar andere beleggers niet noodzakelijk willen zijn, bijvoorbeeld vanwege regelgeving. Het komt erop neer dat we gaandeweg iets meer in sub-investment grade zijn gaan beleggen en ook in projecten met een langere termijn investeren. Om onze portefeuilles te verbeteren, nemen we dus meer risico, maar daarvoor willen we wel gecompenseerd worden.'

Er is veel belangstelling vanuit institutionele beleggers voor infrastructure debt. Hoe zit het met de capaciteit van de markt?

Schaen: 'Daar maak ik me geen zorgen over. Tegenover de toenemende vraag staat een toenemend aanbod, waarbij het aanbod ook

een reactie is op gebeurtenissen in de wereld. Door de oorlog in Oekraïne zullen er bijvoorbeeld meer transacties in hernieuwbare energie op de markt komen. COVID-19 had een grote impact op het aantal digitale projecten. Overheden kunnen niet alle infrastructuurprojecten zelf financieren. Er ontstaat meer behoefte aan institutioneel vreemd vermogen.’

Cheung: ‘Aan de opwekkingskant van hernieuwbare energie is veel activiteit. Er wordt massaal in zonne-energie en wind geïnvesteerd. Maar verder in de toeleveringsketen, op het gebied van transmissie, opslag, het opladen, de elektrificatie van hele steden enzovoort, is nog veel te doen.’

Bol: ‘Hoewel ik verwachtte dat de exposure naar infra debt-beleggingen bij institutionele beleggers aanzienlijk zouden groeien, is die de laatste jaren meer gestabiliseerd. Dat is opvallend. Wel verwacht ik de komende jaren meer activiteit omdat banken zich verder terugtrekken.’

Sewtahal: ‘In totaal gaat het bij infra debt om ruim \$ 800 miljard. Zo’n 80% daarvan wordt gefinancierd door banken en de rest door institutionele beleggers. Als banken zich verder terugtrekken, ontstaan er voor institutionele beleggers meer mogelijkheden. Vanwege de energietransitie zijn veel meer investeringen in infrastructuur nodig.’

Infrastructure debt is een onregelmatige activiteit met transacties van grotere omvang dan corporate debt. Wat is de beste manier om de exposure naar deze (sub) asset class te diversifiëren?

Neyroud: ‘Het is moeilijk voor een belegger om minder dan ongeveer vijftig miljoen te investeren in een enkele transactie. Om toegang tot de markt te krijgen, moet je dan in een gemeenschappelijk fonds stappen, waar die vijftig miljoen kan worden gespreid over verschillende investeerders. Je kunt ook afzonderlijke strategieën creëren, maar die moeten omvangrijk genoeg zijn om diversificatie te bereiken.’

Institutionele beleggers zijn belangrijke financiers van infrastructure debt. Zij hebben langlopende verplichtingen, maar toch is de markt

‘Wij denken dat de digitale infrastructuur, onder andere als gevolg van COVID-19, net zo belangrijk kan worden als transport.’

voor infrastructure debt hoofdzakelijk gebaseerd op variabele rente. Waarom is dat het geval?

Neyroud: ‘De markt voor infra debt wordt nog steeds grotendeels gestuurd door banken en die houden nu eenmaal van variabele rentes. Er bestaat echter ook een markt voor vaste rentes, die beschikbaar is als het niet om pure maar om syndicaatsleningen van banken gaat. Een lener die een variabele rente van banken koopt, zal swaps moeten kopen om een vaste rente te krijgen. Die lener moet dus twee keer betalen en zal blij zijn om naar een fonds te kunnen gaan dat bereid is om een vaste rente te betalen. Er is wel degelijk een markt voor vaste rente.’

Sewtahal: ‘Wij hebben langlopende verplichtingen en kijken daarom naar schulden met een langere looptijd. Dat is voor ons belangrijker dan de keuze tussen vaste en variabele rente.’

Cheung: ‘Als verzekeraar hebben wij de rente afgedekt, zodat het verschil tussen vast en variabel in feite geen rol speelt.’

Is er een markt voor infrastructure debt als impactproduct of voor de uitgifte van green bonds?

Bol: ‘Het antwoord is, denk ik, ja. Veel beleggers willen ook een bijdrage leveren aan de door hen onderschreven SDGs.’

Sewtahal: ‘Wij hebben als ambitieuze doelstelling dat in het jaar 2025 zo’n 10% van de gehele pensioenfondsportefeuille uit impactbeleggingen moet bestaan. Infrastructuurschuld was de eerste beleggingscategorie waarin we kapitaal hebben geïnvesteerd als impactproduct. Inmiddels zien we hier, in vergelijking met impactproducten in andere beleggingscategorieën, langere track records, wat vertrouwen scheidt.’

Schaen: ‘Wij hebben een aantal thema’s waarin we impact willen bewerkstelligen. >

Een daarvan is hernieuwbare energie. Een groot deel van onze ambitie met betrekking tot hernieuwbare energie moet komen uit de infrastructuurportefeuille, zowel aan de debt- alsook aan de equity-kant.’

Bol: ‘Het is kostenefficiënter om impact te bereiken via infrastructuur- of vastgoed-schulden. We zien dat veel pensioenfondsen impactobligaties of green bonds in portefeuille hebben.’

Obligaties hebben een moeilijk eerste kwartaal achter de rug. Hoe heeft infra debt de storm doorstaan?

Sewtahal: ‘In vergelijking met liquide bedrijfskrediet iets beter, maar nog steeds negatief: gemiddeld rond de -4% in de eerste vier maanden van dit jaar. Overigens liepen de prestaties van beheerders nogal uiteen.’

Neyroud: ‘Als je in infrastructure debt hebt belegd, gaat het om een buy and hold-strategie. Je houdt het lange tijd in portefeuille en dan is volatiliteit van dag tot dag enigszins kunstmatig. Echt belangrijk zijn de kasstromen, de performance en de kredietwaardigheid. Overigens, als je kijkt naar infrastructuur als beleggingscategorie, is er sprake van minder volatiliteit dan bij alle andere asset classes.’

Hoe zien de risico's en rendementen er de komende drie tot vijf jaar naar verwachting uit?

Sewtahal: ‘Inflatie is een risico. Verder het gebrek aan geschoolde arbeidskrachten om de benodigde infrastructuur te bouwen. En je moet zorgvuldig de toeleveringsketen bekijken, wat betreft de te verkrijgen middelen.’

Neyroud: ‘Voor greenfieldprojecten, waar bouwoverschrijdingen, verstoringen in de aanbodketen en inflatie voor complicaties zorgen, geldt dat nog meer. Tactisch gezien kan in de huidige omgeving ook de voorkeur worden gegeven aan brownfieldprojecten of herfinancieringen of kleine uitbreidingen van bestaande bedrijven, die de kredietverstrekker tot op zekere hoogte kunnen beschermen tegen de genoemde bedreigingen. Om het risico te beperken, zou je greenfield kunnen onderwegen en brownfield kunnen overwegen.’

Schaen: ‘Nu de rente stijgt, moet je je afvragen welke bedrijven daardoor in problemen kunnen komen. Als belegger vind ik het misschien prettig een hogere variabele rente te krijgen, maar aan de andere kant is er natuurlijk iemand die dat moet betalen.’

Hoe waarden jullie door de overheid gegarandeerde prijzen of afnames wanneer het kredietrisico van een project moet worden beoordeeld en er sprake is van stijgende prijzen? Sommige overheidsgaranties zijn immers minder stabiel of gegarandeerd gebleken dan verwacht.

Neyroud: ‘Dat is eigen aan elke transactie en in feite de essentie van de kredietanalyse. Het gaat niet alleen om een juridische, maar ook om een politieke en regelgevende analyse. Je moet de specifieke kenmerken van de betreffende landen en overheden begrijpen, zodat je een eerlijk beeld kunt vormen.’

Bol: ‘Je moet inderdaad altijd je huiswerk goed doen. Dat sommige overheidsgaranties risicovol zijn, komt niet altijd als een verrassing. Vaak zijn er voldoende signalen waaruit blijkt dat overheidsgaranties niet logisch dan wel houdbaar zijn.’

ESG wordt steeds belangrijker in de beleggingswereld. Welke sectoren binnen infrastructure debt zouden het meest geschikt zijn om naast de financiële doelstellingen ook ESG-doelstellingen te behalen?

Sewtahal: ‘Voor de hand liggende kandidaten zijn hernieuwbare energiebronnen. Maar in principe zien we tot op zekere hoogte ruimte voor ESG-impactverbetering

‘Voor ons als pensioenfonds is ESG een heel belangrijk onderwerp aan het worden en infrastructure debt is een van de beste beleggingscategorieën om een aantal van onze ESG-doelstellingen te realiseren.’

in elke sector. Zelfs in olie en gas. Een kleine verbetering is wat ons betreft nog steeds een verbetering. Het is overigens duidelijk dat een objectieve beoordeling van wat ESG is, moeilijk te geven is, want er bestaan geen geharmoniseerde normen. De Sustainable Finance Disclosure Regulation, die sinds maart 2021 van toepassing is, is misschien niet ideaal, maar geeft ons wel enige structuur ten aanzien van hoe we ESG-beleggingen moeten labelen.

Neyroud: ‘Het grote probleem is het gebrek aan een gemeenschappelijk kader en gemeenschappelijke regels. De zaken gaan trouwens wel vooruit. De SFDR is nuttig en er is ook nog de taxonomie. We hebben ergens iemand nodig om de standaard te bepalen die door iedereen zal worden toegepast, zodat zowel vermogensbeheerders als beleggers over hetzelfde kader kunnen beschikken om producten te vergelijken en te benchmarken.’

In Nederland hebben nogal wat grote institutionele beleggers gezegd zich te willen terugtrekken uit fossiele brandstoffen. Dat doen en tegelijkertijd proberen de energietransitie te financieren, is waarschijnlijk moeilijk. Hoe kijken jullie daartegenaan?

Schaen: ‘Wat betekent het eigenlijk als je zegt olie en gas volledig te willen afstoten? Als rollend materieel wordt gebruikt voor het vervoer van olie, kun je daar dan nog steeds in investeren? Kun je investeren in stadsverwarming als een aanzienlijk deel van de verwarming wordt opgewekt via fossiel-gerelateerde energiebronnen? En wat te denken van investeren in pijpleidingen? Want waar worden die voor gebruikt? Het is niet altijd eenduidig. We beoordelen het zelf per casus, altijd in lijn met het beleid van onze opdrachtgevers.’

Sewtahal: ‘Wij willen olie en gas niet uitsluiten, maar de olie- en gassector helpen de transitie te maken. Zelfs in een netto nulwereld zullen er in de energiemix nog steeds olie en gas zitten voor ten minste 20% wereldwijd, volgens experts. Het heeft voor ons dus geen zin om olie en gas uit te sluiten. Het enige punt waar we ons bewust van moeten zijn, is dat onze managers zich blijven engageren en dusdanig met olie en

gas omgaan dat de wereld over dertig jaar CO₂-neutraal kan zijn.’

Bol: ‘Het is denk ik heel verstandig om een langetermijndoelstelling te hebben. In de toekomst zullen olie en gas nog steeds worden gebruikt. Hopelijk kunnen we zorgen voor decarbonisatie van een groot deel van de CO₂-uitstoot en het klimaatrisico dat ermee gepaard gaat.’

Cheung: ‘We zijn op klimaatgebied natuurlijk nog lang niet waar we zouden moeten zijn, zeker als je het wereldwijd bekijkt. Beleggers uit welvarende landen willen eigenlijk meteen resultaten zien, maar ik denk dat je voor de energietransitie een lange overgangperiode nodig hebt. Het is niet fossiel versus elektriciteit, maar je hebt beide nodig en naar verwachting krijg je een heel gemende energiemix die van land tot land verschilt.’

Binnen infra debt is veel belangstelling voor hernieuwbare energie. Wat betekent dit voor de spreads in deze subsector? Worden beleggers nog steeds voldoende gecompenseerd voor het risico dat zij nemen?

Schaen: ‘De spreads in deze subsector komen naar beneden. Van onze managers horen we dat de underwriting standards in sommige sectoren van hernieuwbare energiebronnen ook naar beneden komen. Dat wil zeggen dat ze niet meer zo goed zijn als vroeger. Hierdoor hebben sommige managers bepaalde transacties links laten liggen.’

Neyroud: ‘We bevinden ons op dit moment in een wereld waarin hernieuwbare energie een zeer veilige belegging is gebleken, of het nu gaat om schuld of om aandelen. Ik denk dat dit kan veranderen, en wel om twee redenen. Ten eerste neemt het greenfieldrisico toe en wordt het belangrijker. We zaten vroeger in een omgeving waar de prijzen gegarandeerd waren door de staat. Het enige risico waar beleggers mee te maken hadden, was in wezen het productierisico, dus of de wind waaide en of de zon scheen. We gaan nu een wereld binnen waarin dit metertijd zal verdwijnen. Ik denk dat hernieuwbare energie nu waarschijnlijk niet de beste risico-rendementskarakteristieken heeft, omdat de margins te laag zijn en de belegger niet voldoende wordt gecompens-

seerd voor het risico dat hij neemt. Misschien moet er rekening mee worden gehouden dat de positieve ESG-kenmerken in de vergelijking eveneens hun werk doen.’

Cheung: ‘De grotere transacties zijn inderdaad zeer krap geprijsd. Maar in het middensegment van hernieuwbare energie liggen nogal wat kansen. Je krijgt daar meer premie omdat het om kleine, vaak lokale projecten van 25 tot 50 miljoen euro gaat waar de banken geen belangstelling voor hebben.’

Greenwashing heeft de afgelopen tijd de krantenkoppen een paar keer gehaald. Is greenwashing een risico bij infra debt en hoe kan een belegger dat risico mitigeren?

Schaen: ‘Er is op dit moment gewoonweg een gebrek aan een goed kader om groene gegevens te meten. De vraag is dus hoe we ervoor kunnen zorgen dat we met z'n allen rapporteren op basis van een overeengekomen kader. Nu gaat het om verschillende databronnen en verschillende manieren om iets te meten. Het zal zeker enige tijd duren voordat we iets gevonden hebben waarmee we als sector goed voor de dag kunnen komen. Wellicht dat je vooralsnog gebruik kunt maken van een disclaimer op cijfers door te zeggen: oké, dit is werk in uitvoering.’

Sewtahal: ‘Het laatste wat we willen, is terugkomen op ESG-claims aan onze deelnemers. Qua reputatie is greenwashing een groot risico voor pensioenfondsen. Een pensioenfonds moet dus heel voorzichtig zijn en zich ervan verzekeren dat zijn managers alles doen om in termen van regelgeving, beleggingsproces en rapportage een ESG-label te kunnen behouden.’

Zijn er sectoren die een op ESG gerichte institutionele belegger zou moeten mijden?

Bol: ‘Fracking om schaliegas te winnen. In de Verenigde Staten hebben beleggers daar minder problemen mee, maar ik denk dat dit voor een Nederlandse belegger, die investeert vanuit een op de lange termijn gericht milieuperspectief, een no-go area is. Steenkool zou op zijn minst geminimaliseerd moeten worden en olie en gas beperkt tot de hoeveelheid die nuttig is om de energietransitie te maken.’

‘Zelfs in de sectoren die we niet uitsluiten, zitten veel nuances op het gebied van ESG. Het is nog steeds aan de beleggers en deelnemers om de grens aan te geven.’

Neyroud: ‘Je kunt veel verschillende standpunten innemen. Wij sluiten kolen uit en zouden ons ongemakkelijk voelen bij gas in artikel 9-fondsen.’

Schaen: ‘Een groeiende groep beleggers is het er nu misschien wel over eens dat er beter niet in fossiele brandstoffen kan worden geïnvesteerd. Maar het is lastig om te voorspellen welke sectoren daarvoor over twintig à dertig jaar in aanmerking zouden kunnen komen. Sectoren die vandaag de dag door de meeste institutionele beleggers worden uitgesloten, zaten twintig tot dertig jaar geleden in bijna ieders portefeuille.’

Sewtahal: ‘Het hangt ervan af welke normen en principes de eigenaren van de assets hanteren en dit is dus zeer fonds-specifiek. Voor ons zou het bijvoorbeeld moeilijk zijn aan de deelnemers uit te leggen dat wij een beleggingsproduct hebben waar ook kolen in zitten. Dat staat bij ons op de uitsluitingslijst.’

Cheung: ‘Zelfs in de sectoren die we niet uitsluiten, zitten veel nuances op het gebied van ESG. Er zijn misschien wel vijftig tinten groen: van heel donker- tot heel lichtgroen. Het is nog steeds aan de beleggers en deelnemers om de grens aan te geven.’

Wat is de belangrijkste les die jullie als belegger in infrastructure debt hebben geleerd?

Sewtahal: ‘Meer nog dan in andere beleggingscategorieën moet je heel voorzichtig zijn. Er is weinig ruimte voor fouten. En daarnaast is een goede spreiding essentieel.’

Bol: ‘Infrastructure debt vormt een heel brede beleggingscategorie en is lastig voor beleggers om te plaatsen. Beter inzicht in de toegevoegde waarde is nodig om de beleggingscategorie verder te laten groeien.’ ■

IN HET KORT

Hoe verschillende beleggers tegen infrastructure debt aankijken, hangt vooral af van de manier waarop zij intern georganiseerd zijn.

Tegenover de toenemende vraag staat een toenemend aanbod. Overheden kunnen niet alle infrastructuurprojecten zelf financieren. Er ontstaat meer behoefte aan institutioneel vermogen.

Het is kostenefficiënter om impact te bereiken via infrastructuur- of vastgoedschulden. Veel pensioenfondsen hebben impactobligaties of green bonds in portefeuille.

Dat sommige overheidsgaranties risicovol zijn, komt niet altijd als een verrassing. Vaak zijn er voldoende signalen dat overheidsgaranties niet houdbaar zijn.

Op dit moment is er een gebrek aan een goed kader om groene gegevens te meten. Greenwashing is een groot risico.

Het verschil tussen groen en duurzaam

Windmolens en zonnepanelen verminderen weliswaar de uitstoot van koolstofdioxide, maar hun fabricage vervuult grond en rivieren en maakt mensen ziek. Vooral in China, dat het monopolie verwerf in de productie van zeldzame aardmetalen, is dat aan de orde.

Digitalisering en duurzame energie hebben één ding gemeen. Zonder supermagneten zouden ze nergens zijn. Die supermagneten worden gemaakt met mineralen zoals kobalt, magnesium, lithium, tungsten (wolfram) en gallium. En met zogeheten zeldzame aardmetalen, met vaak nog exotischer namen zoals promethium, europium en dysprosium. Zonder die metalen hadden we geen smartphones of elektrische voertuigen. Noch windmolens of zonnepanelen.

Zeldzame aardmetalen dragen dit etiket met reden. Je vindt ze alleen op specifieke plekken in de wereld, in minuscule concentraties in de aardkorst. China telt de grootste reserves, bijvoorbeeld aan tungsten. Maar Rusland is het rijkst aan palladium, Congo aan kobalt en Zuid-Afrika aan iridium. Om deze metalen te winnen, moet je eerst grote hoeveelheden rots delven en verpulveren. Vervolgens filter je de waardevolle mineralen uit het gruis met chemische middelen zoals zwavel- en salpeterzuur en enorme hoeveelheden water. De raffinage duurt eindeloos, maar het resultaat is zuiver aardmetaal, plus duizenden liters vergiftigd water en soms wat radioactieve straling. Ja, mijnbouw is een smerig karwei. Pure Earth zet deze bedrijfstak daarom op de tweede plaats in het klassement van meest vervuilende activiteiten. Na het recyclen van batterijen met lood, maar vóór de verfindustrie. De petrochemische industrie haalt niet eens de top 10 van deze ranglijst.

Vermoedelijk de smerigste mijnbouw ter wereld vindt plaats nabij de Chinese stad Baotou, in Binnen-Mongolië. In het boek 'The Rare Earth Metals War' beschrijft de

Franse journalist en documentairemaker Guillaume Pitron zijn bezoek aan de plek waar het bedrijf Baogang driekwart van de wereldwijde hoeveelheid zeldzame aardmetalen produceert. Hoewel de politie hem probeert te weerhouden van een bezoek, slaagt hij er met een gids in een glimp op te vangen van een gigantisch meer met vervuild water. Een meer dat soms overstroomt, waarna het gif in de Gele Rivier vloeit. Ook bezoekt hij Dalahai, bijgenaamd 'kankerdp'. Door de vergiftigde grond, water en lucht zien jongemannen van nauwelijks dertig jaar hun haar wit worden en groeien kinderen op zonder tanden te ontwikkelen.

Pitron laat zien dat de Chinezen hun monopolie in deze strategische grondstoffen mede te danken hebben aan ecologische dumping. Waar de Verenigde Staten en Frankrijk ooit toonaangevend waren in deze sector, kregen ondernemingen uit die landen te maken met milieubescherming. Ondernemingen staakten hun activiteiten ter plekke en besteedden ze uit aan China. Daar lagen niet alleen de lonen lager, maar ook de milieunormen. Het Westen besteedde zijn vuile industrie uit, concludeert Pitron, zodat wij het effect van onze levensstijl op het milieu uit het oog verloren.

Groene energie kent twee duistere kanten, concludeert hij. De eerste is dat ook deze zogenaamd duurzame energie de aarde uitput. Om met windturbines, zonnepanelen of waterkrachtcentrales evenveel energie te produceren als met aardgas of kernenergie, is vijftien keer zoveel beton nodig, negentig keer zoveel aluminium en zestig keer zoveel ijzer, koper en glas. De tweede duistere kant is dat China zoveel marktmacht heeft verworven, dat het land de prijs kan manipuleren. Wat Rusland doet met de gastoevoer, kan China doen met zeldzame aardmetalen. Terecht stelt Pitron ons deze vraag: 'Weten we zeker dat we de wereld met groene energie verbeteren?' ■

Bruno de Haas schreef deze column op persoonlijke titel. Het artikel geeft niet noodzakelijkerwijs de mening van MPD weer.



Door **Bruno de Haas**, Adviseur Strategisch Beleggingsbeleid, Media Pensioen Diensten

Inflatie en de pensioenportefeuille

Door de opgelopen inflatie in de afgelopen maanden neemt de koopkracht van pensioenen steeds verder af. Wat zijn de gevolgen voor de beleggingsportefeuille en is inflatiebescherming mogelijk?

Door *Huub Ten Holter*



Huub Ten Holter

Investment Leader,
Mercer Nederland

Niemand weet hoe lang de oorlog in Oekraïne nog gaat duren en wat de mogelijke gevolgen zijn voor bijvoorbeeld de energieprijzen. We hebben dit jaar al de nodige prijsstijgingen gezien: benzine en elektriciteit werden fors duurder. Tegelijkertijd is de consensus dat de inflatie voorlopig hoog blijft. Dit kan tot een recessie leiden. En van een recessie gaan we in een open economie als Nederland snel gevolgen ondervinden. Traditionele portefeuilles, met voornamelijk aandelen en obligaties, deden het dit afgelopen decennium uitzonderlijk goed. Maar in een omgeving waarin de inflatie beweeglijker is en bovendien op een hoger niveau ligt, is het nog maar de vraag of dat zo blijft.

Wie voorspelt de toekomst?

Door de manier waarop Nederlandse pensioenfondsen moeten rekenen, kunnen zij nu voor het eerst sinds lange tijd hun uitkeringen verhogen. Dat komt door een nominale verbetering aan de verplichtingenkant. Maar die staat volledig



haaks op het feit dat het vermogen van de fondsen in reële zin hard achteruit gaat. De inflatie is de boosdoener.

Veel portefeuilles zijn samengesteld op basis van analyses waarbij is uitgegaan van een gemiddeld lage inflatie (rond de 2%). Hierbij kreeg de efficiëntie van de portefeuille een steuntje in de rug door de negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties, die zich vooral in rustige periodes voordeed. Het toevoegen van een minder voorspelbare inflatieomgeving maakt portefeuilleconstructie nu complexer, omdat er nagedacht moet worden over inflatiegevoeligheid, en niet alleen meer over groeigevoeligheid.

De gevolgen van inflatie voor DC-regelingen

Sinds begin dit jaar zijn de rendementen op de meeste beleggingen negatief en dat betekent ook een lager bedrag in het persoonlijke potje. Afhankelijk van het moment van inkopen, kan de hogere rente gunstig uitpakken. Inflatie zie je

hier niet direct terugkomen in de uitkeringen, behalve als die deels variabel zijn. Het afdekken van inflatie (met traditionele instrumenten) heeft niet goed uitgedaan in 2022. De rente is in veel gevallen fors gestegen dan de verwachte inflatie, waardoor dit soort instrumenten per saldo in waarde zijn gedaald.

Over het algemeen betekenen de liquiditeitsvereisten voor DC-plannen dat het moeilijk is om te beleggen in assets die zowel aantrekkelijke rendementen bieden als een hedge realiseren tegen stijgende inflatie. Inzicht in welk deel van de deelnemers het meest kwetsbaar is voor een periode met hoge inflatie kan bestuurders helpen om een strategie te formuleren. Gepensioneerden en bijna-gepensioneerden zijn groepen die als eerste merken dat de uitkeringen uit de pas lopen met de inflatie.

De gevolgen van inflatie voor DB-regelingen

Als de rente stijgt, stijgt ook de dekkingsgraad, wat tot

gevolg heeft dat er (gedeeltelijke) indexatie mogelijk is. Gepensioneerden merken het direct wanneer pensioenen niets of slechts gedeeltelijk worden gecorrigeerd voor inflatie. Zij zijn de groep die reeds pensioen genieten. Niet-gepensioneerden zien het effect alleen terug in hun portal of op het UPO. Nu staan de dekkingsgraden wel onder druk door de hoge inflatie: 10% indexatie-toeslag verlenen betekent dat de dekkingsgraad van je fonds ook met ongeveer dat percentage daalt.

Bij DB-regelingen zien we dat deelnemers en het fonds ogenschijnlijk voordeel hebben van de nominale rekenmethode. Het lijkt of het totale pensioenvermogen stijgt, maar uiteindelijk slinkt het in reële termen.

De invloed van inflatie en inflatieverwachtingen

Vaak zijn pensioenpremies gekoppeld aan salarissen. Over het algemeen wordt verwacht dat de pensioengevende loongroei op de lange termijn groter zal zijn dan de inflatiegroei. En dus betekent hoge inflatie een toename in salarisverhogingen. Zonder gegarandeerde inflatiecorrectie kan er meer druk ontstaan op werkgevers om verhogingen op discretionaire basis toe te kennen.

Hoeveel invloed inflatieverwachtingen hebben op de verplichtingen, hangt ook af van aannames over salarissen uitkeringsverhogingen. Hoewel de marktverwachting van de inflatie een belangrijke overweging is bij het bepalen van deze aannames, zijn economische langetermijnprognoses ook relevant, evenals de visie van de werkgever op toekomstige salarisgroei en andere arbeidsvoorwaarden.

Impact van inflatie verkleinen

Hedgen is een manier voor pensioenfondsen om de invloed van inflatie te beperken. In de beleggingsportefeuille kan worden gekozen voor beleggingscategorieën als grondstoffen en/of infrastructuur.

Waar maar weinig portefeuilles goed voor gepositioneerd zijn, is stagflatie. Rendementen komen in dit scenario vaak uit langetermijnbeleggingen zoals grondstoffen. Stagflatie wordt vaak geassocieerd met kostengedreven inflatie, waarvan grondstoffenprijzen meestal een belangrijke aanjager zijn.

Sommige pensioenfondsen zullen in de praktijk beter beschermd zijn. Het is de vraag of er inflatiegerelateerde obligaties/swaps,

commodities of ABS in de portefeuille zijn opgenomen, of bijvoorbeeld private debt met een variabele rente. Als fondsen belegd zijn in inflatiegerelateerde obligaties, ontstaat daardoor een zekere hedge tegen een hoge inflatie. Hierbij is een pensioenfonds wel afhankelijk van de werking van de instrumenten, die sterk reageren op renteveranderingen. Als we bijvoorbeeld kijken naar de rendementen van inflatiegerelateerde obligaties dit jaar, dan zien we dat deze negatief gereden hebben, terwijl de inflatie gestegen is. Daarentegen is de rendementsverwachting van commodities (bijvoorbeeld metalen) en aandelen van bedrijven in natural resources positief.

Conclusie

De huidige hoge inflatie stelt pensioenfondsen voor een uitdaging. Ondanks dat er sprake is van een nominaal kader, wordt vaak gekeken naar de koopkracht van het pensioen. Logisch ook, want van 100 euro kon je vijftien jaar geleden meer kopen dan vandaag de dag. Als pensioenen niet worden geïndexeerd, dan holt de koopkracht achteruit. In traditionele portefeuilles – waar het gros uit aandelen en vastrentende waarden bestaat – is de bescherming

tegen een hoge inflatie beperkt.

Maar er is wel wat te doen aan het koopkrachtverlies van de portefeuille. Daarbij kun je denken aan de meest voor de hand liggende categorieën, zoals inflatiegerelateerde obligaties en swaps. Nadeel hierbij is wel dat deze per saldo renterisico in zich dragen. Dat had dit jaar tot gevolg dat deze categorieën teleurstellende rendementen lieten zien: de rente heeft zich anders ontwikkeld dan de inflatie. Andere categorieën als grondstoffen, private debt en infrastructuur vertonen doorgaans ook relatief goede rendementen ten tijde van hoge inflatie. Door een goede spreiding in de portefeuille en het toevoegen van de genoemde beleggingscategorieën is een pensioenfonds al gauw beter beschermd tegen een periode van hoge inflatie. ■

IN HET KORT

Traditionele portefeuilles met veelal aandelen en obligaties beschermen beperkt tegen inflatie.

Inflatiegerelateerde obligaties leveren door hun waardering op basis van de marktrente en de inflatieverwachtingen niet altijd de gewenste bijdrage aan het beschermen van de portefeuille tegen inflatie.

De beste inflatiebescherming wordt bereikt door het verder diversifiëren van de portefeuille met onder andere grondstoffen, private debt en infrastructuur. Een goede spreiding van de portefeuille zorgt ervoor dat de portefeuille beschermd is in meerdere inflatiescenario's.

TABEL 1: RENDEMENTSVERWACHTING PER ASSET CLASS

Asset class / scenario	Gebalanceerde groei	Financiële repressie	Harde landing	Goldlocks	Stagflatie	Oververhitte economie
Wereldwijde aandelen	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Aandelen opkomende landen	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Staatsobligaties	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Bedrijfsobligaties	Green	Green	Red	Green	Red	Red
High yield	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Emerging Market Debt	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Structured credit	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Inflatiegerelateerde obligaties	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Private debt	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Grondstoffen (exclusief goud)	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Goud	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Grondstofaandelen	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Direct vastgoed	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Beursgenoteerde ondernemingen actief in infrastructuur	Green	Green	Red	Green	Red	Red
	Slechtste					Beste

Bron: Mercer Nederland, 2022.

Aanpassing van het beleggingsproces onder het solidaire contract

Onder het solidaire pensioencontract moet het pensioenfonds per leeftijdscohort de risicohouding en een passend beleid voor de toedeling van beschermings- en overrendement vaststellen. Deze quasi-verplichtingen moet het pensioenfonds bovendien vertalen in één collectieve beleggingsportefeuille. Dit proces kan in acht stappen worden vormgegeven.

Door Rik Albrecht en Gerard van de Kuilen

Stap 1: Bepalen van premie en pensioendoelstelling

De sociale partners trappen af met het bepalen van de premie en de pensioendoelstelling. Uiterlijk 1 januari 2025 (mijlpaal 1) moeten zij een pensioenregeling overeenkomen en bepalen in hoeverre de premie toereikend is voor de pensioendoelstelling. De vastgestelde premie is daarbij de enige toezegging. De belangrijkste risicomaatstaf is een adequaat pensioen in een verwacht scenario. Hierbij kijken sociale partners naar de kans dat het beoogde pensioen wordt gehaald. De rol van het pensioenfonds beperkt zich tot het aanleveren van berekeningen op basis van de door DNB

gepubliceerde uniforme scenario'set en het vastgestelde strategisch beleggingsbeleid (uit stap 4).

Stap 2: Bepalen van risicohouding

Het pensioenfonds is verantwoordelijk voor het vaststellen van de risicohouding per leeftijdscohort en streeft daarbij naar het verkrijgen van duidelijkheid van sociale partners. Bovendien moet het pensioenfonds verplicht eens in de vijf jaar een risicopreferentieonderzoek onder de deelnemers uitvoeren. De uitgangspunten en principes van de deelnemers dienen richting te geven aan het bepalen van de risicohouding, maar het bestuur stelt de risicohouding vast en beoordeelt daarvoor de

mogelijkheid en bereidheid risico te nemen.

Stap 3: Bepalen toedelingsbeleid

Vervolgens stelt het pensioenfonds op basis van de risicohouding beleid op voor de toedeling van beschermings- en overrendement per leeftijdscohort. Om te beginnen krijgen alle deelnemers een vergoeding voor het verstrijken van de tijd. Aanvullend kunnen deelnemers beschermd worden tegen renteschommelingen. Bij volledige bescherming tegen renterisico verandert het pensioenvermogen zodanig, dat de pensioenuitkering nominaal gelijk zal blijven als de rente verandert. Nadat het beschermingsrendement van het fondsrendement is afgetrokken, resteert het overrendement. Dit is vooral rendement uit zakelijke waarden zoals aandelen, dat voor aangroei van het kapitaal moet zorgen. Maar ook rendement dat voortkomt uit de mismatch tussen het toebedeelde beschermingsrendement en het gerealiseerde rendement op de matchingportefeuille vloeit in (of uit) het overrendement.¹ Gegeven het lifecycle-principe is het logisch ouderen meer beschermingsrendement en jongeren meer overrendement toe

te delen. In het toedelingsbeleid mag geen sprake zijn van ex-ante herverdeling.

Stap 4: Bepalen van het strategisch beleggingsbeleid

Beleggingsovertuigingen en duurzaamheid blijven belangrijke subjectieve uitgangspunten voor het strategisch beleggingsbeleid. Het risicopreferentieonderzoek kan daar mede richting aan geven.

Uit het toedelingsbeleid vloeien verwachtingen bij de deelnemers voort. De prudent person-regel impliceert dat het strategisch beleggingsbeleid afgestemd moet worden op de quasi-verplichtingen die voortvloeien uit het toedelingsbeleid. Dus: veel beschermingsrendement toezeggen, betekent ook veel in obligaties en/of renteswaps beleggen. Bovendien moet het pensioenfonds bewaken dat ook de blootstelling naar het toegezegde overrendement gerealiseerd kan worden. Net als in het huidige pensioencontract blijft er daarmee ook onder het solidaire contract sprake van een matchingvraagstuk.

Als onderdeel van mijlpaal 2 moet het pensioenfonds deze stap op 1 juli 2025 gereed hebben.

FIGUUR 1: HET BELEGGINGSPROCES ONDER HET SOLIDAIRE CONTRACT



Bron: Rik Albrecht en Gerard van de Kuilen (2022).

**ITERATIEF PROCES
(ZIE FIGUUR 2)**

Bij stap 1 t/m 4 is sprake van een iteratief proces. Immers, voor het bepalen van de premie in relatie tot de pensioendoelstelling (stap 1) hebben de sociale partners de uitkomsten van het beleggingsbeleid nodig (stap 4). Maar dat beleggingsbeleid is weer afhankelijk van de risicohouding (stap 2) en het gekozen toedelingsbeleid (stap 3). In de praktijk is het prudent met een concept risicohouding (stap 2) te beginnen en van daaruit iteratief verder te werken.

Stap 5: Implementeren en uitvoeren van het beleid

De implementatie en uitvoering van het strategisch beleggingsbeleid onder het solidaire contract lijkt in eerste instantie veel op beleggen onder het huidige pensioencontract. Er is immers nog steeds sprake van één collectieve beleggingsportefeuille. Het belangrijkste verschil is dat beschermings- en overrendement via de leeftijdscohorten wordt bij- of afgeschreven op of van de persoonlijke pensioenvermogens. Dit stelt hoge eisen aan de datakwaliteit en de koppeling tussen vermogensbeheer en de administratie van persoonlijke pensioenvermogens. Als onderdeel van mijlpaal 3 moet de implementatie op 1 januari 2027 gereed zijn.

Stap 6: Monitoring en evaluatie

Het pensioenfonds evalueert niet alleen de uitvoering van het vermogensbeheer, maar ook het eigen beleid. Het vermogensbeheer wordt geëvalueerd op basis van de

doelstelling en het risicobudget. Voor het eigen beleid is het van belang de onderliggende aannames en gehanteerde scenario's te toetsen. Nieuw is dat beoordeeld moet worden of het gerealiseerde rendement voldoende aansluit bij het toegezegde beschermings- en overrendement. De verhoogde transparantie onder het solidaire contract vergt extra aandacht voor de uitlegbaarheid en verantwoording van resultaten en keuzes door het bestuur.

Stap 7: Communicatie
Deelnemers dragen onder het nieuwe stelsel rechtstreeks de risico's en krijgen hierin meer inzicht door middel van het persoonlijk pensioenvermogen. Dit vraagt om goede communicatie over de resultaten en risico's vanuit het perspectief van de deelnemers. Bijvoorbeeld:

- Door rentestijging is het beschermingsrendement negatief en is het persoon-

- lijke vermogen van deelnemers gedaald.
- Uit openbare informatie blijkt dat het gerealiseerde overrendement van het pensioenfonds lager is dan dat van een benchmark.
- Bij de top-down methode dragen jongeren het mismatchrisico van vastrentende waarden die ten behoeve van het beschermingsrendement voor ouderen zijn gekocht.
- Bij de bottom-up methode dragen ouderen het mismatchrisico van vastrentende waarden die ten behoeve van het beschermingsrendement zijn gekocht.

Tijdslijnen

De implementatie van de Wet toekomst pensioenen is met een jaar uitgesteld. Dat impliceert dat uiterlijk op 1 juli 2025 het pensioenfonds besluit of het de opdracht aanvaardt (mijlpaal 2). Het moet daarbij het uitvoeringsplan gereed hebben. Dat is



Rik Albrecht

Adviseur bij Roccade Vermogensregie, Bestuurder, Toezichthouder en Voorzitter Beleggingscommissie bij diverse pensioenfonds en Docent bij SPO



Gerard van de Kuilen

Bestuurder en Intern Toezichthouder bij diverse pensioenfonds en Docent bij SPO

slechts een half jaar nadat de sociale partners de arbeidsvoorwaardelijke afspraken gemaakt moeten hebben (mijlpaal 1), maar die doen dat mede op basis van de input van het pensioenfonds met betrekking tot het strategisch beleggingsbeleid. Dit betekent dat partijen in de praktijk gezamenlijk op zullen moeten trekken. Het pensioenfonds kan dus niet wachten met het opstellen van het (concept)toedelings- en beleggingsbeleid tot de sociale partners eruit zijn. Van belang is wel of sociale partners het solidaire contract als reële optie zien. Dan zal het pensioenfonds gedurende 2023 het eigen beleggingsbeleid moeten ontwikkelen, zodat het de sociale partners adequaat kan ondersteunen bij hun onderhandelingen gedurende 2024 om te komen tot besluitvorming voor 1 januari 2025. ■

FIGUUR 2: VAN PREMIE EN PENSIENDOELSTELLING TOT BELEGGINGSBELEID VIA EEN ITERATIEF PROCES



FIGUUR 3: TIJDSLINIEN IN DE KOMENDE JAREN



1 Dit is het geval in de top-down methode. Om de ongewenste herverdelingseffecten die daaruit voortkomen te mitigeren, kan het pensioenfonds ook een bottom-up methode hanteren waarbij mismatches in het beschermingsrendement tot uiting komen.

Decarboni- sation: it's all in the details

There is a great deal of noise surrounding ESG. Greenwashing, ambiguity and complexity make the task seem overwhelming at times. 'Investors must learn to cut through the noise and take decisive and specific action', according to Jelena Stamenkova van Rumpft, Director for Responsible Investment at Anthos Fund & Asset Management.

By *Wim Groeneveld*



Why should investors set a net zero approach? And what are the key components?

'A net zero ambition is a time-bound and specific goal that could tackle two material objectives: managing investment risks stemming from climate change (regulation, or reputation) and creating a positive impact and change in the real economy. This moves beyond general ESG to targeted and specific action, which can then be broken down into specific and timebound sub-targets.

'With more transparency and complete data on carbon emissions, there won't be many places to hide for companies and investors who have made pledges.'

Before setting your net-zero approach, you should determine your objectives. Why do you want to reduce your carbon footprint? Risk, impact, or both? And how can you make sure that through your business model you can contribute to or stimulate the change that needs to happen? In answer to the 'how' question, the approaches suitable for most institutional investors are: engagement and voting, allocating capital to solutions and avoiding or excluding investments.

Underpinning these implementation strategies is the need for sophisticated reporting and consistent and smart ways of monitoring, which the industry is moving towards in the wake of regulations like the EU taxonomy, the Taskforce for Climate-related Disclosure (TCFD), the Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR), and initiatives like Carbon Disclosure Project (CDP). This is what we now expect from the

funds we invest in. Joining industry initiatives and communicating learnings to help others is a final, crucial component.'

How far does the influence of investors in listed companies really go? Are we placing too much trust in engagement?

'From 2009 to now, engagement has moved from a relatively unstructured dialogue that measured numbers of emails or meetings, to consciously-designed programs with pre-set objectives, specific companies and collaboration with partners to maximise influence. The collective influence of shareholders is growing as investors get better at engaging for specific outcomes. Initiatives like the Science-based targets (SBTi) and CDP are important because they inform what the outcomes should be, they provide frameworks, a common language and definitions, as well as create

transparency, and they make it easier for investors to collaborate with investee companies and send the right message. The more who join such collectives, the more credible engagement efforts become.

There still needs to be improvement in how engagement is done, tracking real outcomes and measuring impacts. Watch out for whether engagement is simply an excuse for not divesting. Feasibility to engage successfully is also key. Can investors exert the influence needed to bring about change? These questions should be addressed thoroughly in the due diligence process.'

How important are Scope 1 & 2 emissions of the underlying companies in your investment decision making?

'We monitor these emissions, but we do not rely on them for investment decisions yet. As an indirect investor, we are more concerned with the quality of the strategy, the manager's ESG integration and the strength of their impact thesis. We assess this through a qualitative assessment of the processes, the strategy and the implementation using our proprietary ESG and impact scorecards, which we developed based on our experience and the best industry standards. Our preference is that investment decisions are always based on this holistic and complete approach.'

What are your opinions regarding divesting from selected companies or funds?

'Change needs to happen in the real economy, where it will be felt by relevant stakeholders. It is better to

engage via a sophisticated process. The ideal would be one with set targets, measurement of activities, outputs and outcomes. Ideally one with escalation strategies and a clear rationale. This approach should be taken not just for a small group of companies in the portfolio, but with all the heaviest emitters. Once every avenue has been tried and no improvement has been made, then divestment must be considered to send a signal. This is the approach all of us should strive for.

Most investors agree on this approach. We can use capital to steer the economy in the right direction, but of course there are different degrees of separation (direct versus indirect investing, private versus listed), which makes it crucial to identify the levers that you can pull to influence this change. If engagement is simply not possible, or done to a high enough standard, then divestment should be considered.'

2023 to 2025 is called a policy tipping point and 2025 will be critical. What will be the consequence when emissions are not reduced enough to be on the Paris Aligned Pathway – for investors with pledges and for companies?

'Judging by the current regulatory trajectory, our best guess is that regulation will play an important part once the market has adjusted to the new status quo. Consider the regulatory changes that followed the 2008 financial crisis and the market's attitudes to financial risk. With more transparency and complete data on carbon emissions, there won't be many places to hide for companies and investors

who have made pledges. It is in investors' and companies' interests then to use their influence to decarbonise their portfolios and operations proactively.

A question that keeps me up at night is what impact deep, structural changes to decarbonise the economy will have on people. In practice, investors should be mindful to ask how 'just' investee transition plans are. Watch out for virtue signaling via marketing tactics and demand evidence and outcomes of employee and union involvement with the leadership teams when it comes to strategic changes stemming from decarbonisation plans.'

Do you have some final thoughts?

'Climate is a complex system where biodiversity, human rights, environmental changes and living beings are inter-related. Investors must strive to remember this whole picture and to deal with the complexity, to understand it and create networks of collaboration to tackle systemic issues together.

From time to time, we necessarily have to simplify the science in order to set achievable and specific targets. Doing this, and focusing on one or two minute details, enabled us to focus and so embed climate in every layer of business. Now we need to do this again with the other, equally important parts of the system, such as biodiversity and human rights.

This, in my view, is the only way that we will look at this time in history and say that we took a turn for the better as humanity. That's a big task, but specific action requires investors to get comfortable with the details.' ■



Jelena Stamenkova van Rump

Director for Responsible Investment, Anthos Fund & Asset Management

SUMMARY

The key components of a net zero approach are engagement and voting, allocating capital to solutions, and avoiding or excluding investments.

The collective influence of shareholders has been growing over the years and investors are getting better at engaging for specific outcomes.

It is best to engage via a sophisticated process. Ideally one with escalation strategies and a clear rationale.

Investors should create networks of collaboration to tackle systemic issues together.

Disruptive technology: more relevant than ever

Over the long term, we believe investors will prize the innovative technology companies that can offer differentiated value to their customers and help businesses do more with less.

By *Gerald Cartigny*

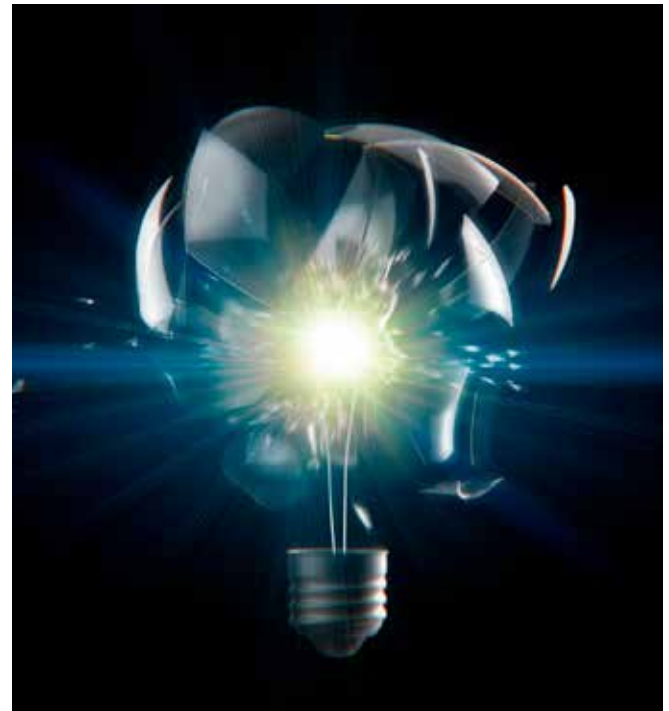


Gerald Cartigny

Managing Director,
Goldman Sachs Asset
Management

In mid-November 2021, the equity market began to pull back, driven initially by concerns about rising interest rates and higher inflation. To date, technology equities have experienced the sharpest correction, given their relatively greater sensitivity to interest rates and starting point of elevated valuations: the price-to-next twelve months earnings ratio of tech equities is down 30% since mid-November. We see this correction as macro-driven and largely indiscriminate: tech fundamentals remain strong and we believe the companies in which we invest are well-positioned to potentially outperform in an inflationary environment. In our view:

- Inflation encourages businesses to invest in technology because it helps them to do more with less and identify solutions to bottlenecks and inefficiencies.
- Tech companies offering innovative products tend to exert considerable



pricing power, allowing them to pass on input costs to customers.

- Active management is critical in this environment, as increased volatility and uncertainty are likely to drive greater stock-level dispersion moving forward.

We believe that, as we shift to the public cloud, transition toward Software-as-a-Service (SaaS) models adopt digital payment methods and build cybersecurity resilience. Technology companies – particularly those offering innovative software solutions in areas such as robotic process automation and customer experience management – will help other businesses reduce costs, improve operational efficiency, identify bottlenecks and predict dislocations before they occur. Furthermore, many of the companies offering technologies that underpin our transforming world – leading-edge chips and

security solutions, for example – will command above-average pricing power. For these two primary reasons, we believe select innovative technology companies may benefit from inflation and that the current environment presents an potentially attractive opportunity for active investment in the future technology leaders.

Inflation encourages businesses to invest in technology

One potential solution for companies is investment in automation software. As labor costs increase, companies will look for ways to automate the simplest, most repetitive tasks using technologies such as Robotic Process Automation (RPA). RPA can free up employees to focus on higher value-add tasks, resulting in increased labor productivity and lower overall costs. For example, attended and unattended robots may help save thousands of manual hours

by reducing the time needed to collect, process and analyse data, thereby driving millions in savings in operating expenses. And automating manual and time-intensive processes – for example, those used in call centers – frees up employees to dedicate more time to deepening relationships with key customers.

Technology solutions are also an instrumental part of perfecting experience management, so that companies can retain top employees and customers as well as acquire new ones. Digital products and services can help companies navigate inflation, acquire new talent, and make timely and effective decisions. In 2021, the ‘Future of Customers and Consumers Survey’ of the International Data Corporation (IDC) showed that purposefully applying a customer-first approach to technology spending, results in companies seeing a higher return from their digital transformation investments.

Select technology equities have pricing power

Demand for truly innovative products and services is often less discretionary, and therefore more inelastic, than it is for traditional goods and services. Cybersecurity solutions are a key example of this. Cyberattacks can have devastating financial and reputational impacts on companies. To avoid these potential shocks, companies are increasingly relying on advanced solutions to secure their data. As attacks become more sophisticated, cloud migration weakens traditional perimeter

network defenses and the proliferation of data sharing across geographies opens up new vulnerabilities, companies will have no choice but to upgrade their systems to be more resilient to complex attacks.

Beyond that, companies are proactively seeking innovative products: one such example is a new technology that resolves cyberattacks in real time, across network, endpoint, and cloud. The company that developed this product has been able to pass on cost increases to its end customers – while continuing to see accelerating demand – due to the quality of its innovation. Innovative product offerings and upselling to customers have generally been driving gross margin gains and strong operating leverage in the industry.

The case for an active approach to tech investing

We believe the market has underestimated the tailwinds that a new inflationary regime will provide to select technology companies – those that are either focused on helping other companies mitigate the effects of rising costs or that have pricing power due to the quality of their innovation. This underestimation can be partly explained by how traditional accounting methods do not fully capture the value of intangible investments – those made not in physical assets such as factories, but in intangible ones such as software.

Research and development – the engine of innovation – is expensed instead of capitalised and there is virtually no accounting

disclosure of the quality of a given company’s R&D. It is our view that this is where the power of active management comes in.

Looking Forward

We focus on leaning into long-term secular growth themes such as digitization and tech-enabled consumption to invest in the most innovative technology companies, no matter their size or country of origin. Going forward, we believe that tech fundamentals will remain robust – against a backdrop of strong corporate and consumer balance sheets – and that demand will continue to grow as the world continues to digitize. In a world where growth is increasingly scarce, we believe that the tech winners whose growth is fueled by anticipating and responding to the challenges companies are facing across sectors will be the most valuable and over the long term will be priced accordingly by the public market. ■

General disclosures

Risk Considerations All investing is subject to risk, including the possible loss of the money you invest. Equity securities are more volatile than bonds and subject to greater risks. Dividends are not guaranteed and a company's future ability to pay dividends may be limited. The value of securities issued by technology and technology-related companies may be adversely affected by intense market volatility, aggressive competition and pricing, consumer preferences, short product cycles, lack of commercial success for new products, product obsolescence or incompatibility, government regulation and excessive investor optimism or pessimism, among other factors. THIS MATERIAL DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER OR SOLICITATION IN ANY JURISDICTION WHERE OR TO ANY PERSON TO WHOM IT WOULD BE UNAUTHORIZED OR UNLAWFUL TO DO SO. This material is a financial promotion disseminated by Goldman Sachs Bank Europe SE, including through its authorised branches (“GSBE”). GSBE is a credit institution incorporated in Germany and, within the Single Supervisory Mechanism established between those Member States of the European Union whose official currency is the Euro, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respects supervised by German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) and Deutsche Bundesbank.

Confidentiality

No part of this material may, without Goldman Sachs Asset Management's prior written consent, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person that is not an employee, officer, director, or authorized agent of the recipient. Date of first use: July 25, 2022. 285044-OTU-1640052

SUMMARY

Tech fundamentals remain strong.

Inflation encourages businesses to invest in technology because it helps them identify solutions to bottlenecks and inefficiencies.

Tech companies offering innovative products tend to exert considerable pricing power.

Active management is critical in this environment, as increased volatility and uncertainty are likely to drive greater stock-level dispersion moving forward.

De energietransitie: van democratie naar Xi-cratie?

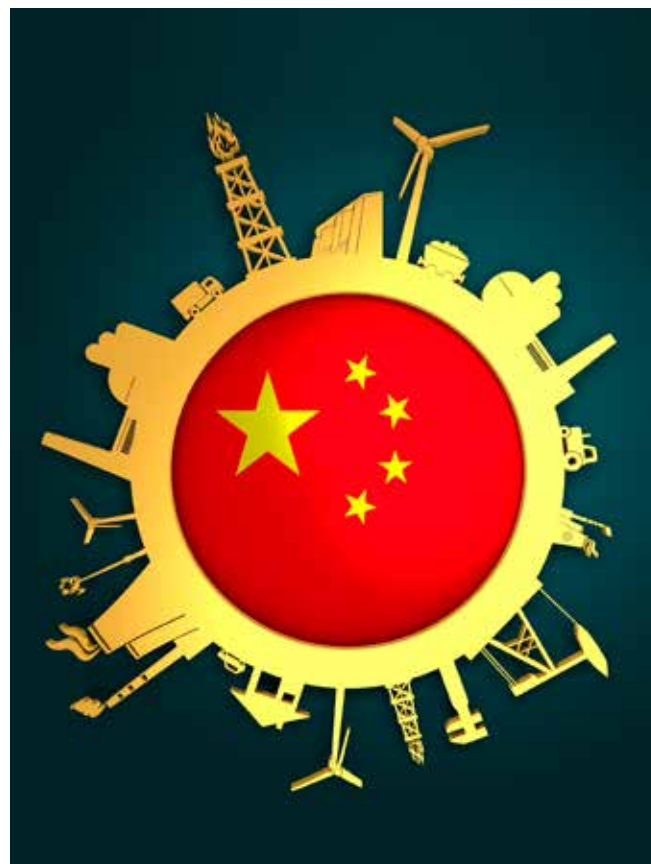
Energie is dé bron van onze welvaart. Voor de huidige en zeker voor de volgende generaties is het noodzakelijk dat energie duurzaam wordt. De energietransitie heeft echter meer gevolgen dan die welke we van onze politici horen. Transparantie is een noodzakelijke voorwaarde voor een democratisch proces. Waar zouden beleggers rekening mee moeten houden als het gaat om de energietransitie?

Door *Thijs Jochems*

TNO definieert het begrip 'duurzame energietransitie' als de overgang naar een CO₂-vrij energiesysteem. Scenario-analyses van TNO laten zien dat de elektrificatie van het energiegebruik in Nederland zal leiden tot een stijging van 100 TWh (1 TeraWatt hour = 1000 miljard watt) nu naar 300 tot 500 TWh in 2050. Om duurzame elektrificatie van onze energiehuishouding mogelijk te maken, zijn enorme investeringen in de infrastructuur nodig. En dat geldt zelfs voor Nederland, een land dat al voorloopt in de infrastructuur voor elektriciteit.

De huidige windmolenparken en elektrisch aangedreven automobielen werken op zogeheten permanente magneten. Voor de productie daarvan zijn zeldzame aardmetalen

nodig. De hoeveelheden die we nodig hebben voor de transitie naar duurzame energie, gaan echter de huidige en voorzienbare productiecapaciteit te boven. De winning en de productie ervan zijn ook nog eens uiterst schadelijk voor het milieu. Volgens Wil VanLoh, Oprichter en Chief Executive Officer van Quantum Energy Partners, een grote ontwikkelaar van fossiele brandstoffen en hernieuwbare energie, zal de (westerse) wereld niet in staat zijn om de voor de energietransitie benodigde grondstoffen te produceren. Ook aan niet-zeldzame, maar voor de energietransitie noodzakelijke metalen als staal, koper, lithium en kobalt zal een tekort zijn. De komende decennia zullen we voor onze energievoorziening dus nog grotendeels afhankelijk blijven van fossiele



brandstoffen. En Quantum Energy Partners staat niet alleen wat betreft de vrees dat de duurzaamheidsdoelstellingen onrealistisch zijn.

China dominant op de markt voor zeldzame aardmetalen

Het International Energy Agency (IEA) wijst er in zijn rapport 'Net Zero by 2050' op dat de Europese doelstelling – waarbij in 2035 het aanbod van nieuwe auto's volledig elektrisch moet zijn – een verkooptoename impliceert van 1800%. Er is volgens de IEA echter slechts lithium beschikbaar voor een opschaling naar 300%. Ook het Joint Research Centre (JRC) van de Europese Commissie komt tot soortgelijke conclusies. Deze instelling publiceerde in 2020 een rapport over de wereldwijde behoefte

aan zeldzame aardmetalen, onder meer voor de elektrificatie van ons energiesysteem.

Het JRC stelt dat een 'High Demand Scenario' onherroepelijk leidt tot een tekort aan een aantal van die zeldzame aardmetalen. Dat heeft niet alleen gevolgen voor de mate waarin we duurzame energie kunnen produceren, maar tevens voor sectoren als IT- en communicatietechnologie. Volgens het JRC is het overgrote deel van de vraag naar zeldzame aardmetalen niet afkomstig uit de duurzame energiesector, maar uit de hoek van de IT- en communicatiesector. Daarmee worden zeldzame aardmetalen van levensbelang. Niet alleen voor de energietransitie, maar ook voor het voortbestaan van onze gedigitaliseerde samenleving. Dit

leidt ons gelijk naar een ander probleem dat met de energietransitie en zeldzame aardmetalen samenhangt.

In 2021 vond de wereldwijde productie van geraffineerde zeldzame aardmetalen voor circa 85% plaats in China. Al sinds midden jaren negentig heeft China een langetermijnstrategie ontwikkeld om de wereldwijde markt voor zeldzame aardmetalen én de toegevoegde waardeketen erna te monopoliseren. In 2010 kreeg de wereld al een voorproefje van de implicaties van die dominante positie toen China opeens de prijs van zeldzame aardmetalen met honderden procenten verhoogde. Voor de EU was dat destijds de reden om een strategisch beleid te formuleren met als doel de ongewenste afhankelijkheid van China te verminderen. Ruim tien jaar later is er echter nog niets veranderd in die afhankelijkheidspositie. Behalve dan dat China nu zelf een sterk groeiende behoefte aan zeldzame aardmetalen heeft vanwege een versnelling in de verduurzaming van haar eigen economie.

De invloed van het uitfasen van fossiele brandstoffen

Hoe de vraag naar zeldzame aardmetalen zich gaat ontwikkelen, is afhankelijk van het tijdspad waarmee we fossiele brandstoffen door duurzame energie kunnen vervangen en van de ontwikkeling van alternatieve oplossingen. In dat laatste zit gelukkig beweging. Zo heeft Toyota net gepubliceerd dat het bedrijf een magneet voor elektrische auto's heeft ontwikkeld

zonder zeldzame aardmetalen. Maar ook andere, voor de energietransitie noodzakelijke, niet-zeldzame metalen zoals palladium, worden voor zo'n 80% in autocratische landen geproduceerd. We hebben in de afgelopen decennia al vaker gezien dat autocratieën er niet voor terugdeinzen om die afhankelijkheidspositie als politiek machtsmiddel te gebruiken. De oliecrisis in de jaren zeventig en de huidige gascrisis in Europa zijn voorbeelden hiervan.

De rapporten en analyses die de laatste jaren over zeldzame metalen zijn gepubliceerd, laten zien dat de energietransitie niet kan plaatsvinden volgens het tijdsfad dat de EU voor ogen heeft. Zelfs als we erin slagen om alternatieven te ontwikkelen voor zeldzame aardmetalen, moet nog maar blijken of we die technologische vernieuwingen ook voldoende snel schaalbaar kunnen maken tegen aanvaardbare kosten. De enige andere mogelijkheid die overblijft, is om energie duurder te maken en minder energie te gaan gebruiken. Energiearmoede, die in Nederland nu al zo'n 750.000 huishoudens treft, zal hiervan, en niet alleen in Nederland, een welvaartseffect zijn.

Het cruciale belang van transparantie

Transparantie en inzicht in de wetenschappelijk getoetste afwegingen over de keuzes die gemaakt moeten worden, zijn absoluut noodzakelijk om een maatschappelijk draagvlak te creëren voor de op handen zijnde energietransitie en het tijdsfad waarop die plaats kan vinden. Maar

juist aan die transparantie ontbreekt het nogal eens in ons politieke bestel. De wetgeving rondom corona is indicatief voor de gevolgen van het veelal ontbreken van strategisch beleid in de westerse landen.

Je hoeft geen wappie te zijn om je af te vragen hoe het nu eigenlijk zit met bijvoorbeeld 'herd immunity', waar de autoriteiten in de eerste maanden van de COVID-19-pandemie hun mond vol van hadden. Het was hierover in de laatste twaalf maanden angstvallig stil. Als het om langetermijndoelen gaat – en dan met name de uitvoering daarvan – zijn autocratieën ontegenzeggelijk in het voordeel. Veel van onze politici laten zich eerst en vooral leiden door de druk om de volgende verkiezingen te overleven. Dat lezen we ook in de biografie van Angela Merkel. Haar beslissing om kerncentrales te sluiten, lijkt overwegend ingegeven te zijn geweest door de dreigende winst van de Groenen in de destijds naderende deelstaatverkiezingen.

De impact van de energietransitie zal maatschappelijk vele malen groter zijn dan de impact van corona. Het is tijd dat we transparanter zijn over de mogelijkheden, keuzes en gevolgen van de energietransitie. Zo niet, dan vrees ik dat een clash tussen democratieën en autocratieën nog niet de ergste strijd zal zijn die ons te wachten staat. Veeleer zal het voortbestaan van ons eigen democratische stelsel op het spel staan. Een angstwekkend vooruitzicht. ■



Thijs Jochems

Adviseur en Private Investor

IN HET KORT

De doelstellingen voor hernieuwbare energie zijn niet haalbaar.

De energietransitie vraagt om een afweging tussen de gevolgen voor het milieu enerzijds en de gevolgen op sociaal en politiek gebied, alsmede de nationale veiligheid, anderzijds.

Transparantie over alle keuzes en gevolgen van de energietransitie is de enige mogelijkheid om voldoende maatschappelijk draagvlak voor een democratische oplossing te vinden.

Investment opportunities for insurers in a turbulent market environment

While navigating through current markets, insurers may have to take a different approach than other investors. Inflation, ESG, Public and Private Assets opportunities will be at the forefront.

By Michiel Pekelharing

SUMMARY

After a tough first half of 2022, insurers can find opportunities in both public and private markets.

Inflation will remain, but will lessen from current highs.

Higher currency-hedging costs are making local credits more attractive for European insurers.

Despite the market-turbulence, the importance of ESG remains strong.

Financial Investigator spoke with Vivek Bommi and Richard Roberts, respectively Co-Head of European Fixed Income and Head of EMEA Insurance Solutions at AllianceBernstein.

The combination of high inflation and increasing recessionary fears has created a perfect storm in financial markets in the first half of 2022. The correlation between equities and bonds became positive, while rising interest rates caused bond markets to experience the most severe period in decades. Are insurers reviewing their appetite for risk due to the current market turbulence?

Richard Roberts: 'Many are reviewing their risk appetite. There is a balance of those looking to reduce risk, and those looking to take advantage of opportunities. Insurers invest very specifically to achieve certain objectives. We don't ob-

serve large-scale asset allocation changes, but insurers are responding in a focused way to opportunities that arise from price fluctuations, particularly in the public fixed income markets. We are also seeing insurers considering potential areas of risk, for example assessing exposure to potential downgrades, or to sectors less able to pass on the costs of inflation.'

Vivek Bommi: 'The upside of the sharp drop in bond prices is that yields are now at a level that they have not reached for a very long time. During the panic in the first stage of the pandemic in the spring of 2020, yields spiked. But that was followed by a rapid decline as government intervention brought calm to the bond market. Because the movement was very fast and because the uncertainty was very high at the time, many parties were unable to take advantage of the attractive entry level. The situation is different now. The rise in inflation suggests that future yields will be higher than the extremely low levels that investors have become accustomed to over the past decade.'

So what should investors expect in terms of inflation? And how does high inflation affect the insurance industry?

Bommi: 'The tightness in the energy market has increased considerably due to the war in Ukraine. We expect energy prices to remain high for the time being. But as long as prices do not rise further, the effect of expensive energy will gradually run out of the inflation figures. In other respects, the inflation outlook is considerably more favourable. The supply side disruptions that have been a source of shortages and high prices in recent years are gradually being resolved. The likelihood of a new shock is small, but investors should keep in mind that inflation will still be around in the coming years.'

Roberts: 'This has different implications for different parts of the insurance industry. Property and casualty insurers will see the impact more acutely. Their liabilities are in real terms which translates to increased claims costs due to higher inflation – we're seeing this already. However, they can offset that effect by increasing their premiums – albeit with a lag. For life insurers, the key takeaway is that higher inflation translates to rising rates. This means more attractive reinvestment op-

portunities, so they are well positioned to reap the benefits over time.'

Interest rates are rising quite unevenly in different parts of the world. Even before the European Central Bank raised interest rates in July for the first time in ten years, the Federal Reserve had already implemented a series of larger interest rate hikes. The Fed's resolute approach to inflation is contributing to a sharp rise in the dollar. How does this affect the investment policy of insurers?

Roberts: 'Matching the maturity of assets with liabilities (ALM) is central to insurers investment strategy. Most see rate risk as unrewarded. Their ALM focus will help insulate from rate volatility on a total balance sheet basis. Most will choose to hedge the currency risk for the same reason. In recent years, this was an easy choice. In all regions, interest rates were very low. As a result, investors hardly had to incur any costs to cover exchange rate risk.'

Bommi: 'In the first half of this year, interest rate differentials have widened rapidly. The difference is likely to increase even more in the current interest rate cycle. The expected rate in the United States is about 3.75%, while in Europe it is only 1.5%. Moreover, the higher probability is for US rates to overshoot that level and for Europe to undershoot. In the current climate, it is more expensive than in recent years for investors in Europe to buy US bonds hedged to Euros. Therefore, European insurers may favour European credits, without foreign exchange risks and costs. This is also an attractive market segment in other respects. Due to the relatively high quality, it has usually traded at a small premium compared to the US credit market. However, this has turned into a discount. European credits are therefore attractively valued. Not only compared to six months ago, but also compared to other regions.'

Are there any particular factors that deserve attention within this segment? And are there other categories that stand out?

Bommi: 'The banking sector in continental Europe and the United Kingdom can benefit from rising interest rates. Due to strict regulation, the industry is in a sense



BIO

Vivek Bommi

Vivek Bommi is Head of European Fixed Income and Director of European and Global Credit at AllianceBernstein (AB). In these roles he leads AB's European/UK Fixed Income, European Income, Euro High Yield, Euro Credit, Financial Credit and Global Credit teams. Bommi has more than twenty years of investment experience, with a background in both research and portfolio management. Prior to joining AB in 2021, he served as Head of European Non-Investment Grade at Neuberger Berman.

a utility and European banks are well capitalised. Bonds from other non-cyclical sectors such as telecom also have attractive prospects.'

Roberts: 'Insurers can also still find opportunity in private debt. If you look at real estate debt, for example, you're moving from a stable real estate outlook where the borrower had the upper hand to one where the outlook is less certain. If you are in real estate equity, this creates a concern. For the debt investor, this is an opportunity. You are not taking a first loss position. Banks appetite is reduced, so borrowers have a lower pool of finance, which leads to borrowing rates increasing. The increased cost of finance will likely lead to some impairment in property values – and the debt investor can factor >

'For life insurers, the key takeaway is that higher inflation translates to rising rates. This means more attractive reinvestment opportunities, so they are well positioned to reap the benefits over time.'

‘If you look at the world through sustainable glasses, you help uncover risks that remain hidden if you plot an investment course based on financial figures alone.’



BIO

Richard Roberts

Richard Roberts started work as Director of EMEA Insurance Solutions at AllianceBernstein (AB) in June 2022. In that role he helps insurers optimise their asset yield and capital efficiency. Before starting at AB, he held a similar position at abdrn.

Prior to that, he held the position of Head of Balance Sheet Investments for Zurich Insurance Group's UK business.

this in through reducing the LTV levels at which they lend.’

ESG has played an increasingly important role in the financial world over the past decade. Is the turbulence in interest rate markets and the uncertainty at the macro level diverting the attention of insurers from incorporating ESG factors into their investment and broader policies?

Roberts: ‘In a word: no. ESG factors are of significant importance in the insurance world, particularly in the current climate. Companies are aware of the role they play in tackling climate problems. This is expressed, among other things, in commitments made to bring carbon-emissions to net zero by 2050. But ESG is also playing an important role in investment decision making. If you look at the world through sustainable glasses, you help uncover risks that remain hidden if you plot an investment course based on financial figures alone. This can make a big difference, especially when it comes to investing for insurers. Because there – perhaps more than in other segments of the investment world – risk management is the key to long-term success.’

In what way can you, as an asset manager, differentiate yourself in terms of ESG?

Bommi: ‘At AllianceBernstein we have a robust framework in which companies are measured against sustainability as part of the analysis. We calculate environmental, social and governance scores separately. We do not only look at how a company scores, but we also engage companies on sustainable issues. It is a great advantage that we are a very large asset manager, with an equity branch as well. Companies listen to what we have to say and we get more opportunities to initiate sustainable change. It is important to make this tangible for the customer. We do this by clearly indicating how many companies in a portfolio we engage with and what the discussions are about.’

But numbers alone are not enough. We also provide insight into the results of the talks and the concrete progress that is being made. The nice thing is that the contact with companies sometimes also provides opportunities to make a difference. Recently, a major car manufacturer told us that they were planning to issue a green bond. They asked us what features would make that loan interesting for parties like us. That kind of feedback is a clear signal that we are on the right track regarding ESG and sustainability.’ ■

Seminar 'Actuele Ontwikkelingen in Vermogensbeheer voor Verzekeraars'

Datum: 4 oktober 2022 – 13.00-16.45 uur

Locatie: Aegon Asset Management, Den Haag

Wat is de toegevoegde waarde van illiquide beleggingen voor verzekeraars? Is Solvency II een goed raamwerk voor deze asset class? Wat betekent de combinatie van illiquide beleggingen en ESG voor risico's en rendementen?

Wat is de invloed van een dreigende economische recessie, hoge inflatie en geopolitieke ontwikkelingen op duurzaamheidsdoelen? Hoe kun je de duurzame kwaliteit van ESG-beleggingen goed meten? Hoe voorkom je greenwashing?

Op **dinsdagmiddag 4 oktober** zullen diverse experts van **13.00-16.45 uur** ingaan op Actuele Ontwikkelingen in Vermogensbeheer voor Verzekeraars op het kantoor van **Aegon Asset Management** in **Den Haag**.

De middag wordt voorgezeten door **Amba Zeggen**, Partner Insurance bij Probability & Partners.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Russell Baird**, Senior Investment Solutions Consultant, Aegon Asset Management
- **Erik Jan van Bergen**, Managing Director Investments, VGZ
- **Neal Hegeman**, Hoofd Beleggingsstrategie & Research, a.s.r. vermogensbeheer
- **Mohamed Lechkar**, Programme Director Group Economic Capital, Athora Group
- **Philipp Lehner**, Managing Director, Private Alternatives, AllianceBernstein
- **Erik Leseman**, CIO, Aegon Nederland
- **Ross McSkimming**, Senior Investment Specialist Equity, abrdn
- **Ben Mitchell**, Portfolio Manager Private Credit, LGIM
- **Neil Moge**, Head of EMEA Insurance Portfolio Management, Goldman Sachs Asset Management

De middag wordt afgesloten met een hapje en een drankje.



Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor professionals die werkzaam zijn bij een verzekeraar op het gebied van Vermogensbeheer, Balansmanagement, Risk Management, Finance, ALM en verslaglegging.

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-04-10-2022



In samenwerking met:



ALLIANCEBERNSTEIN®



Asset
Management



Nordics outlook for the second half of 2022

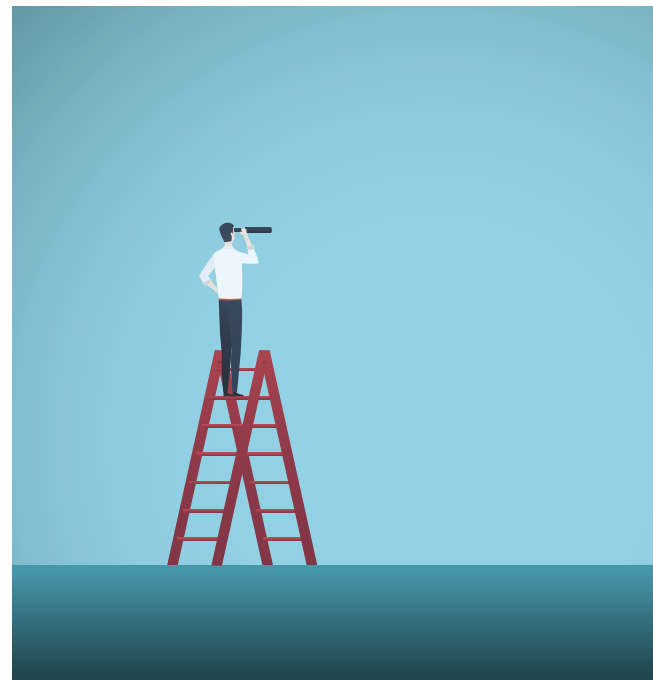
With the Nordic region entering the second half of 2022 from a position of strength, there are still headwinds in the form of higher unexpected inflation and higher interest rates.

By Juhamatti Pukka and Jani Kurppa

The Nordics are entering the 2022 financial crisis from a position of comparative strength. While the region's recovery from the pandemic was slow, the Nordics are back at a level similar to or higher than before the COVID-19-pandemic, which is not the case for Western Europe, a region that has different exposures to higher energy and food prices.

The current account and budget balances are at a good level. The downward revisions that have been made for GDP growth expectations for this and next year are between 0.5-1.0 percentage points. The average revised expected growth rate in the Nordics for 2022 is estimated at 2-3%.

From a Nordic perspective, one of the key things to follow is the housing market. The Nordic housing markets have risen sharply over the past ten years and the pandemic gave them an extra boost. In Sweden,



the sector has a notable weight in small- and mid-cap equity indices and has underperformed notably YTD and QTD against the overall index. The underperformance reflects the regime shift seen in the SEK interest rate markets during the last six months. Thus, for the real estate sector, and equity markets in general, inflation and resulting interest rate expectations will be closely monitored by investors.

Nordic drivers are far more than just energy

Norway is an outlier on both a Nordic and a global scale because of its vast oil and gas reserves. When analysing different sector exposures between the Nordic economies in the second half of this year, energy is just one of several drivers.

Industrials is the biggest sector across the Nordics, aside from Denmark, where healthcare dominates. Industrials makes up almost a quarter of the

weight of the VINX Small Cap Index, commonly used to track small and mid-cap companies on a Nordic level – finance, information technology and healthcare each make up around 12%, whereas energy has only a weight of around 5%.

From the country weight perspective, Sweden makes up almost half of the benchmark, Denmark around one fifth, Norway and Finland about 12% each and Iceland just 3%. The export-oriented countries have produced many listed market leaders in different industrial and consumer durables niches. Consequently, Nordic small cap companies have offered and continue to offer alpha potential from several other sources alongside the energy sector.

Norwegian and Swedish central banks step ahead of ECB

The ECB made headlines in July with a 50 basis point hike in interest rates

‘Even though the non-euro countries have no official synchronization with ECB rates, their economies all face the same inflation challenges.’

and probably more to come in September. However, both the Norwegian and Swedish central banks had already begun hiking rates earlier. Norway is always an early mover, but this time Sweden was also faster than the ECB.

While Finland is part of the eurozone, Sweden, Norway, Denmark and Iceland all have their own currencies and central banks. The Danish krone is pegged to the euro and Iceland has a small economy, so the Norwegian and Swedish central banks are the only meaningful independent Nordic central banks.

Even though the non-euro countries have no official synchronization with ECB rates, their economies all face the same inflation challenges, so it is likely that we will see similar rate hikes of around 2 percentage points across all Nordic currencies. Different currency areas within a portfolio enable significant diversification in terms of sectors, economies and the use of monetary policies – these can provide stable returns over credit cycles when fully hedged to euro.

Floating rate bonds avoid the negative price effect

Nordic bond markets are reacting to this tectonic

change by widening their credit spreads in a similar way to the larger European credit markets. The non-euro markets are being supported by the fact that they consist mainly of floating rate bonds and are avoiding the negative price effect from rising interest rates, as they add very little duration to the portfolio.

Compared to European corporate bonds, Nordic bonds are a unique asset class because the market doesn't have a benchmark for international passive asset management investors. Local investors with a 'buy and hold' view dominate the market, keeping asset volatility relatively low. In addition, many Nordic companies are in the crossover segment (between BBB and BB ratings), which historically offers better risk-adjusted returns.

Both the European and Nordic markets also have less liquidity now, which is typical during big market reactions. The last time price reactions were this high was at the start of the pandemic, but the liquidity situation is better now than back in March 2020.

Nordic companies are currently in a good shape

The main question for credit investors is whether the

companies are in a good state of health or not. Namely, is the balance sheet solid? Regardless of the recessionary fears present in the market, it is clear to see that Nordic companies are extremely healthy.

Accounting for the current prolonged inflationary outlook and higher energy prices, there hasn't been a significant change in credit quality at a company level. Companies have been able to adequately transfer inflation to their end clients. It seems that visibility is much better now than it was at the start of the COVID-19 crisis, when many businesses came to a total stop.

At present, the best relative value in the Nordic bond market is being found in unrated investment grade-typers on Nordic issuers and spreads have widened against similar risk-rated issuers. For the longer-term investor, the yield level for a crossover Nordic portfolio with average BBB-credit quality has risen to well above 4%. These levels were previously only seen during the worst moments of the pandemic. This extra yield has solid support because many of these are crossover companies, as well as companies that are high quality but unrated, which can easily find funding in a large market. In the current environment, this could be an intriguing investment opportunity. ■

Disclaimer

The information provided in this article is not intended as investment advice, or as a solicitation to buy or sell financial instruments. This text is based on sources that Evli Plc considers correct and reliable. Evli Plc give no guarantee concerning the correctness, accuracy or completeness of any information, views, opinions, estimates or forecasts presented in this review. This publication, or any part thereof, may not be copied, distributed or published in any form without Evli Plc's written, advance consent. All rights reserved.



Juhamatti Pukka

Head of Fixed Income, Evli Fund Management Company



Jani Kurppa

Portfolio Manager Evli Nordic Corporate Bond Fund, Evli Fund Management Company

SUMMARY

Nordic companies enter the second half 2022 in a very healthy condition.

The local currency Nordic bond market is mainly a floating rate note (FRN) market with very short duration.

Nordic unrated credits offer a constant 50-150 basis points excess return versus similar risk level euro corporates.

Current spreads and yields are at similar levels as during the darkest moment of the pandemic spring 2020, creating an interesting opportunity for the long-term investor.

Operational Due Diligence vraagt om diversiteit en maatwerk

Het belang dat de beleggingswereld hecht aan Operational Due Diligence (ODD) is ten gevolge van misstanden in de hedge fund-industrie sterk toegenomen. Tegenwoordig kennen we een uitgebreid wettelijk kader en wordt ODD meer divers ingezet. Die diversiteit leidt tot meer variatie en maatwerk.

Door Saskia Leonard



Saskia Leonard

Partner, AF Advisors

Operational Due Diligence heeft binnen de financiële dienstverlening een vlucht genomen na het Madoff-schandaal. Pre-Madoff was voor een behoorlijk aantal financiële dienstverleners de wet- en regelgeving beperkt. Er was geen toezicht op operationele en administratieve processen, afgezien van de jaarlijkse audit. Al in 2003 heeft Capco een onderzoek uitgevoerd naar honderd faillissementen van hedge funds in de daaraan voorafgaande twintig jaar. Daaruit bleek dat de helft van de faillissementen te herleiden was tot onvoldoende gemitigeerde operationele risico's. Sinds het Madoff-stof is neergedaald, is een duidelijke toename in wet- en regelgeving te onderken-



nen, in combinatie met toenemende technische ontwikkelingen en meer outsourcing. In de jaren 2008 tot 2010 is een uitgebreide ODD op hedge funds uitgegroeid tot de marktstandaard. Naarmate de tijd vorderde, werd ook steeds meer aandacht besteed aan andere fondsen en beleggingsstructuren. Inmiddels zien we, mede ingegeven door de constant wijzigende wet- en regelgeving, dat een uitgebreide ODD op alle asset classes de standaard is en dat dit een inherent onderdeel vormt van een selectieprocedure. Zo voeren pensioenfondsen een ODD uit op (fiduciaire) asset managers en voeren zij dit op hun beurt weer uit op serviceproviders. Daarnaast wordt de ODD periodiek

herhaald om eventuele veranderende en/of nieuwe risico's in kaart te brengen.

Risk without return

ODD kan worden omschreven als een gedetailleerd onderzoek naar en beoordeling van de operationele processen en bijbehorende risico's van een onderneming (of investering). Daarbij wordt kritisch gekeken naar de organisatiestructuur, de governance, het bijbehorende beleid, de systemen, de processen en het personeel, waarbij (mogelijke) risico's aan het licht worden gebracht. In tegenstelling tot beleggingsrisico en rendement wordt meer operationeel risico niet beloond. Integendeel zelfs. Dit leidt tot het streven om het operationeel risico tot een mini-

mum te beperken. Het operationeel (rest)risico kan worden geaccepteerd, maar dient te worden beheerst. Dit dient per risico bepaald te worden. Na het in kaart brengen van de risico's kan, naast het periodiek herhalen van de ODD, een monitoringsproces ingericht worden.

DDQ als de kern van een effectieve ODD

Een volledige ODD is opgebouwd uit drie onderdelen: (1) een vragenlijst, (2) een on-site visit en (3) een rapport met hierin de bevindingen, de sterke en de zwakke punten en de aanbevelingen. De kern van een effectieve ODD is een accurate vragenlijst, de 'Due Diligence Questionnaire' (DDQ). Hier is het van groot belang om je goed te realiseren welk doel de ODD dient. Een DDQ bestaat vaak uit een combinatie van open en gesloten vragen, waarbij moet worden beoordeeld of JA/NEE als antwoord toereikend is. Daarnaast dient, afhankelijk van de omvang van de onderneming waarop de ODD wordt uitgevoerd, bepaald te worden op welke onderdelen of vragen meer nadruk gelegd moet worden. Zo is bijvoorbeeld bij grote organisaties de risk-, compliance- of auditafdeling robuuster ingericht dan bij kleine(re) organisaties. Tot slot is het aan te raden om, afhankelijk van het doel, de vragen aan te passen en/of uit te breiden. Dit kan zelfs zo ver gaan dat er een onderwerp-specifieke DDQ kan worden samengesteld. Denk hierbij aan een ODD en DDQ op de leningenadministratie of waardering van alternatieve en illiquide beleggingscategorieën.

Na de DDQ vindt een on-site visit plaats. Gezien de technologische ontwikkelingen en de steeds verdergaande automatisering groeit het belang van een on-site visit, zodat kennis kan worden gemaakt met (senior) operationeel personeel, procesbeschrijvingen kunnen worden getest met live demonstraties en kan worden doorgevraagd op antwoorden uit de DDQ. Ten tijde van de COVID-19-crisis, met decentrale werkplekken en videobellen, werd de noodzaak van een solide IT-platform, processen, flexibiliteit en continuïteit nog eens benadrukt.

Lifecycle of a trade

Als onderdeel van de DDQ wordt uitvraag gedaan naar een veelvoud aan documenten. Dit zijn vaak juridische documenten of beleidsstukken zoals een Personal Account Dealing (PAD) of Conflict of Interest Policy. Over het algemeen kan dit worden beschouwd als een vrij

ingekaderde exercitie en zijn de zogenaamde red flags goed te herkennen. Bij de DDQ dient echter ook uitvraag gedaan te worden naar procesbeschrijvingen, al dan niet in de vorm van concrete voorbeelden. Een goede evaluatie van de (theoretische) processen is vaak lastiger en dient een belangrijk onderdeel te zijn van de on-site visit. Zo kan getoetst worden in hoeverre de theorie aansluit bij de praktijk.

Bij een ODD op een asset manager kan als kapstok voor de kernprocessen de cyclus van een transactie (lifecycle of a trade) doorlopen worden, waarbij veel relevante facetten aan bod komen. Dit behoort een duidelijk beeld te geven van de systemen die gebruikt worden, de stappen die doorlopen worden, de afhankelijkheid en communicatie tussen systemen en afdelingen onderling en de bijhorende controles. De operationele kernprocessen kunnen vervolgens

tijdens de on-site visit worden doorlopen. Een keten die wordt gekenmerkt door (veel) verschillende systemen, regelmatig handmatig ingrijpen of een hoge mate van het gebruik van Excel, is reden tot zorg. Een dergelijke keten vergt namelijk foutloze reconciliatieprocedures, een overdaad aan checks and balances en een altijd alerte medewerker.

Op maat gemaakt

Om fouten in de toekomst te voorkomen, dienen de huidige risico's inzichtelijk te worden gemaakt. Een gedegen en goed uitgevoerde ODD maakt dit mogelijk. Hoewel een ODD voor een significant deel generiek ingezet kan worden, bevat het ook een maatwerk-component, die afhankelijk is van meerdere factoren. Het bepalen van de doelstelling en weten wanneer en waarop je moet doorvragen, is daarbij van groot belang. Alleen op die manier blijft men in control. ■

HET MADOFF-EFFECT

Hoewel slechts een beperkt aantal (hedge) fund-faillissementen voortkomt uit fraude, is een significant deel van de faillissementen te herleiden tot operationele risico's. Het Madoff-schandaal, waarbij gedurende ruim twintig jaar ponzifraude is gepleegd, is veruit het bekendste voorbeeld. Voor de buitenwereld leek zijn fonds een normaal beleggingsfonds met prachtige constante resultaten. Er werd periodiek gerapporteerd, geheel in lijn met rapportages van vergelijkbare fondsen. In deze rapportage stonden transacties die identiek waren aan transacties gedaan door vergelijkbare fondsen. Bij Madoff bleek dit echter allemaal fictief en werd de nieuwe instroom gebruikt om de rendementen van de zittende participanten te betalen.

Terugkijkend op het Madoff-schandaal is duidelijk op te maken dat veel van de red flags die gesignaleerd hadden kunnen worden, van operationele aard bleken te zijn. Daarmee heeft Bernard Madoff direct bijgedragen aan een toename van de aandacht voor ODD. De Securities and Exchange Commission heeft naar aanleiding hiervan een lijst met hervormingen doorgevoerd, zoals verbeteringen van interne controles en aanscherpingen van auditprocedures, maar het blijft de vraag of, en zo ja wanneer, deze fraude gedetecteerd had kunnen worden. Het vertrouwen en aanzien van Madoff, gecombineerd met een perfect functionerende façade, heeft zelfs de meest doorgewinterde investeerders kunnen misleiden.

IN HET KORT

Na het Madoff-schandaal is de aandacht voor Operational Due Diligence (ODD) sterk toegenomen.

ODD kan worden omschreven als een gedetailleerd onderzoek naar en beoordeling van de operationele inrichting, processen en bijbehorende risico's van een onderneming of investering.

Een op maat gemaakte Due Diligence Questionnaire (DDQ) vormt de kern van een goede ODD.

De cyclus van een transactie (lifecycle of a trade) kan dienen als kapstok voor de kernprocessen en kan bij een ODD worden doorlopen.

Het opzetten van een family office

Een toenemend aantal vermogende families richt een eigen family office op. Bij het opzetten hiervan komt veel kijken. In dit artikel bespreken we de belangrijkste aandachtspunten.

Door Rob van Oostveen en Daan Heijting



Een family office verzorgt het financiële beheer van een familie

Een family office is een organisatie die voor één of meerdere families het integrale financiële beheer verzorgt. Daarmee bedoe- len we alle activiteiten die nodig zijn om het vermo- gen in stand te houden, verder te laten groeien, over te dragen aan volgen- de generaties en te beste- den aan doelen die in over- eenstemming zijn met de wensen van de familie(s). Denk bijvoorbeeld aan:

- de financiële planning
- de fiscale en juridische structurering
- investeren en beleggen
- het betalingsverkeer
- de selectie en monitoring van bestedingen aan goede doelen
- de educatie en ontwikke- ling van familieleden
- ondersteuning van fami- lieleden bij privé-inves- teringen en financiële vraagstukken
- administratieve diensten

Een family office coördi- neert deze activiteiten en kan deze ook deels zelf uitvoeren.

‘Het is cruciaal om te bepalen wat je zelf doet en wat je uitbesteedt.’

Het beheren van familie- vermogen vraagt om een goed toezichtskader. De belangrijkste onderdelen hiervan zijn:

Familiestatuu: Als het beheer bij een family office wordt ondergebracht, is het verstandig om de uit- gangspunten, de doelstel- lingen en de normen en waarden expliciet te maken in een familiestatuu.

Bestuursmodel en juridi- sche structuur: Wie is economisch eigenaar en wie heeft zeggenschap? Welke adviserende en toe- zichthoudende organen zijn er? Waar en door wie worden de besluiten geno- men? Welke verantwoor- delijkheden en bevoegdhe- den worden aan het family office toegekend? Dit alles moet in de juiste juridische structuur worden gegoten en worden vastgelegd in statuten en reglementen.

Een toezichthoudend or- gaan: Denk aan een Raad van Commissarissen of een Familieraad, wellicht een combinatie van externe

specialisten en familiele- den, die het family office adviseren, toezicht houden en de directie aanstellen en beoordelen.

Een adviserend orgaan: Veel family offices maken gebruik van een beleg- gings- of investeringscom- missie met externe deskundigen.

Procesbeschrijvingen: Het is belangrijk dat de kern- processen zijn beschreven.

Beleggingsbeleid: Beleg- gen is vaak de belangrijkste activiteit van een family office. Het family office dient een gedegen beleg- gingsbeleid op te stellen. Een beleggingscommissie kan daar een adviserende rol in vervullen.

Accountantscontrole: De accountantscontrole kan een belangrijke pijler zijn van het toezicht. Naast het controleren van de cijfers, kan de accountant desge- wenst ook de werking van de kernprocessen controleren.

Alle onderdelen van het toezichtskader dienen periodiek te worden geëvalueerd en waar nodig te worden aangepast aan veranderende omstandigheden of wensen.

De bemensing van een family office: 'A jack of all trades and a master of some'

Allereerst is het essentieel om te begrijpen waarin het team van een family office verschilt van teams in andere organisaties, zoals een private bank of een asset manager. Het belangrijkste verschil is dat een family office vaak met een relatief klein team een brede dienstverlening aanbiedt. Schapen met vijf poten zijn moeilijk te vinden, dus je loopt het gevaar dat je een team samenstelt dat alles een beetje kan en niets echt goed.

Het is daarom cruciaal om te bepalen wat je zelf doet en wat je uitbesteedt. Op datgene dat je zelf doet, wil je uitblinken en samenwerken met de beste specialisten. Dan nog blijft het zo dat die specialisten zich wel thuis moeten voelen in een family office-omgeving. Je wordt minder geleefd dan in een corporate omgeving, je houdt je met een breder palet aan activiteiten bezig en je zult je eigen broodje moeten smeren bij de lunch.

Voor het opzetten van het team van het family office wordt de blauwdruk bepaald door het gekozen bestuursmodel en de juridische structuur.

Het bouwen van het team begint meestal bij de directeur

Bij de start wordt meestal een team met een directeur en één of twee medewer-

kers opgezet. De directeur vormt het eerste aanspreekpunt, zowel voor de familieleden als voor de banken, de asset managers en de externe adviseurs die bij het beheer betrokken zijn. De verantwoordelijkheden van de directeur kunnen bestaan uit:

- het aannemen van en leiding geven aan de medewerkers van het family office;
- het inrichten van de administratie en het implementeren van systemen;
- het opstellen, uitvoeren en monitoren van het beleggingsbeleid;
- het selecteren, contracteren en monitoren van producten en asset managers; en
- het liquiditeitenbeheer en het risicobeheer.

Leidinggevende ervaring in de asset managementwereld, zowel met asset allocatie als met het beheer van meerdere beleggingscategorieën, kan een goede achtergrond zijn. Ook hier is het echter weer cruciaal om de unieke setting met de familierelaties in acht te nemen. Voor het onderhouden van een effectieve relatie met de familie zijn bijzondere competenties nodig. Denk aan het betrekken van familieleden zonder beleggingsachtergrond, het hands-on oppakken van zaken in een kleine organisatie, het toepassen van de normen en waarden van de familieleden en het discreet omgaan met vertrouwelijke informatie.

Het family office speelt een belangrijke rol in de transitie van generatie naar generatie

Na verloop van tijd gaat het vermogen geleidelijk over op een volgende gene-

ratie familieleden. Die hebben bijna per definitie een minder hechte onderlinge band dan degenen die het vermogen hebben opgebouwd en het family office hebben ingericht. De grote uitdaging wordt dan om niet alleen het vermogen, maar vooral ook de familie bijeen te houden. Cruciale succesfactoren om dat te bereiken, zijn een sterke governance, goede communicatie en ervoor zorgen dat er zaken zijn die de familie binden.

Een goed lopend family office kan een middel zijn om volgende generaties met elkaar te verbinden en te betrekken bij het beheer van het familievermogen. Een andere manier om volgende generaties met elkaar te verbinden, is het gezamenlijk selecteren en beheren van goede doelen. Soms worden op een zeker moment goede doelen aangewezen als bestemming voor (een deel van) de opbrengst van het vermogen en worden familieleden betrokken bij het selecteren van die goede doelen.

Het is altijd maatwerk

Iedere familie en ieder family office is uniek. In dit artikel zijn ingrediënten beschreven die op basis van onze ervaring nodig zijn voor een succesvol family office. Er is echter met deze ingrediënten niet één recept te geven dat in alle gevallen leidt tot een family office dat precies aansluit op de wensen van de familie. Het inrichten blijft altijd maatwerk. ■



Rob van Oostveen

Betrokken bij meerdere family offices



Daan Heijting

Partner van The Executive Network

IN HET KORT

Een family office is een goede oplossing voor het integrale financiële beheer van een familie.

Een goed toezichtskader is een voorwaarde voor succes.

Het samenstellen van een family office-team is een vak apart vanwege de bijzondere vereiste kennis, ervaring, competenties en vaardigheden.

Een goedlopend family office is een middel om volgende generaties met elkaar te verbinden.

Rugwind voor obligaties en aandelen, maar zorgen over lange termijn

Door Ronald Bruins Fotografie Financial Investigator



Chinese beleggingen, en dan vooral obligaties, zijn op de korte termijn zeer aantrekkelijk, maar er zijn ook zorgen voor de lange termijn. Denk aan een mogelijk conflict met Taiwan, een door de staat gestuurde economie en de clash tussen twee invloedsferen. Dat bleek tijdens een paneldiscussie van Financial Investigator over de investeringsmogelijkheden in China.

Onder leiding van Han Dieperink, Chief Investment Strategist bij Auréus, gaan vier beleggingsprofessionals met elkaar in gesprek. Is dit de tijd om in China te beleggen? Welke asset classes verdienen dan de voorkeur? Maar ook: is China bezig zich te ontkoppelen van de rest van de wereld? En vormt een eventueel gewapend conflict met Taiwan een bedreiging voor beleggingen in China? Tal van onderwerpen komen voorbij.

Dieperink begint met de constatering dat de economie van China nog steeds groeit, dat er door de People's Bank of China meer liquiditeit in de markt in wordt gepompt, dat waarderingen laag liggen en dat inflatie er geen onderwerp van gesprek is. 'Allemaal elementen die het een spiegelbeeld maken van de ontwikkelde markten. Kortom, moeten we sowieso niet in China beleggen?'

Het ligt niet zo simpel

Diana Choyleva, Chief Economist van Enodo Economics, geeft als eerste antwoord: 'Zo simpel ligt het niet. Het hangt ervan af welk type belegger je bent en waar je gevestigd bent in de wereld. Als je kijkt naar een periode van zes maanden tot een jaar, zou ik, als ik een asset allocator was, 'ja' zeggen tegen A-aandelen die genoteerd staan aan de beurzen van Shanghai en Shenzhen. Met daarbij wel de opmerking dat de centrale bank van China een ouderwetse stimulus toepast. Gok dus niet op de consument. Als je een bottom up- en langetermijnbelegger bent, dan vraag je je af of beleggen in China een goed idee is. Dan plaats je daar vraagtekens bij. Met de lange termijn bedoel ik twee, drie tot vijf jaar.'

Choyleva's zorgen worden gevoed door het feit dat de wereld in twee invloedsfe-

ren wordt opgedeeld: een Chinees deel en een Amerikaans deel. 'Het maakt dus uit of je als belegger gevestigd bent in bijvoorbeeld Europa, Noord-Amerika, Zuid-Amerika of Azië en in welke invloedsfeer je valt. Daarnaast hebben we met een dedicated team naar een mogelijk conflict met Taiwan gekeken en dat ziet er niet rooskleurig uit. Al met al heb je dus de geopolitieke kwesties mee te nemen in je beleggingsbeslissing.'

Zoek naar diversificatie

Jason Hsu, Founder & CIO van Rayliant Global Advisors, reageert op Choyleva. 'Ik ben het met haar eens, maar ik voeg daar een ander punt aan toe. We zoeken wereldwijd naar diversificatie. Daarbij zoek je naar diverse soorten beleid, verschillende soorten beleidsmakers, verschillende groeiprofielen en verschillende demografieën. Je weet niet welke vorm van overheid tot meer groei leidt. Daarbij valt er ook te kiezen tussen China en de landen in de invloedsfeer van China. Bovendien heb je als belegger sowieso exposure naar China. Bijvoorbeeld via Apple, Tesla en Amazon. Het meeste dat via Amazon wordt verkocht, wordt gemaakt in China, terwijl die westerse aandelen vaak hogere waarderingen hebben. Het is daarom niet onverstandig om te kijken naar A-aandelen voor een rechtstreekse exposure. Zeker als ze in China tegen de helft van de waardering van de westerse aandelen zijn genoteerd. Kortom, we hebben China al in de portfolio en als je er zo naar kijkt, gaat het vooral en alleen om een waarderingkwestie.' Warren Hyland, Portfolio Manager Emerging Markets Muzinich & Co, is het daarmee eens. 'Je kunt rechtstreekse Chinese beleggingen uit je portfolio halen, maar je kunt China niet uit de wereldeconomie halen.'

Welke grote uitdagingen zijn er?

Louis-Vincent Gave, Founding Partner & CEO van Gavekal, vindt het belangrijk om even een stap terug te zetten. 'We moeten eerst kijken naar de grote uitdagingen waar we als beleggers mee te maken hebben. De eerste is inflatie en de meeste beleidsmakers in de westerse wereld willen niet aan die realiteit. In de eurozone is de gemiddelde inflatie 8% en de ECB moet nog het rentetarief verhogen. We zien bij beleidsmakers geen behoefte om hun fiscale beleid krappert te maken.'

Als tweede uitdaging noemt Gave de wereldwijde energiecrisis. 'Ook daar zie ik dat >



VOORZITTER

Han Dieperink

Chief Investment Strategist,
Auréus



Diana Choyleva

Chief Economist,
Enodo Economics



Louis-Vincent Gave

Founding Partner & CEO,
Gavekal



Jason Hsu

Founder & CIO,
Rayliant Global Advisors



Warren Hyland

Portfolio Manager Emerging
Markets, Muzinich & Co

FOTOS: COR SALVERIUS FOTOGRAFIE, ARCHIEF ENODO ECONOMICS, ARCHIEF GAVEKAL, ARCHIEF RAYLIANT GLOBAL ADVISORS, ARCHIEF MUZINICH & CO

‘Er zijn kansen in de gezondheidszorg, maar ook in de techsector. De olifant in de kamer is wel de vastgoedsector.’

Europa de ogen sluit. In Europa worden eigenlijk twee oorlogen uitgevochten: een tegen Rusland en een tegen klimaatverandering. En dat terwijl je, zo leert de geschiedenis, maar één oorlog per keer kunt winnen. Vervolgens is de vraag welke landen het beste kunnen dealen met de energiecrisis en met inflatie. Voor mij is China één van hen. China gaat de energiecrisis te lijf door terug te gaan naar kolen. Die hebben ze zelf meer dan genoeg. Het land schermt zich daarmee af van de energiecrisis en ook van de inflatiecrisis.’

Obligaties van Chinese makelij

De staatsobligatiemarkt van China outperft alle andere obligatiemarkten in de wereld, constateert Gave. ‘Inclusief Europese en Amerikaanse obligaties. Of dat obligaties met een looptijd van één, twee, drie, vijf of tien jaar zijn, maakt niet uit.’ Gave, met de nodige retoriek: ‘Als je geen Chinese obligaties in je portfolio hebt, welke obligaties heb je dan wel in je portfolio? Anders gezegd: als je obligaties in je portefeuille hebt, zouden ze van Chinese makelij moeten zijn. Daarnaast geloof ik er heilig in dat een fatsoenlijke levensstandaard en goede returns van obligaties hand in hand gaan met returns op aandelen. Dan moet je dus ook A-aandelen uit China hebben.’

Obligatie-expert Hyland ziet China ook als een veilige haven. ‘Minder inflatie, stabiele groei en lage waarderingen. Er zijn kansen om te kopen.’ Hij belegt vooral in corporate obligaties. ‘Ik zie kansen in de gezondheidszorg, maar ook in de techsector. De olifant in de kamer is wel

de vastgoedsector. Deze markt is de afgelopen twaalf maanden moeilijk geweest, met het faillissement van Evergrande. Daar grijpt de Chinese overheid in, maar het is de vraag of het vertrouwen in die sector terugkomt. Er zijn signalen dat we de bodem daar geraakt hebben en nu weer opkrabbelen.’

Financieel protectionisme

Dieperink wil weten of we over vijf tot tien jaar nog steeds mogen investeren in China. ‘We hebben gezien wat er is gebeurd met Rusland en ook sommige westerse pensioenfondsen mogen niet meer in China investeren.’ Gave reageert: ‘Dat is onmiskenbaar een risico. Ik heb er een boek over geschreven getiteld ‘Clash of empires’. De meeste mensen denken bij deglobalisering aan de supply chain van Apple of Nike, maar de ont koppeling van financiële stromen is een veel groter issue. We bewegen nu al naar een wereld toe waarin Russische spaartegoeden in Rusland blijven. Misschien blijven Chinese spaargelden in de toekomst ook wel meer en meer in China en die van Europeanen in Europa. Dan heb je financieel protectionisme per blok. Dat creëert problemen voor landen die grote staatsschulden hebben. Dat zijn onder meer het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Verenigde Staten. Bij landen die die schulden niet hebben, stijgt de waarde van de munteenheid. We hebben daar nu een voorbeeld. De Russische roebel zou rotzooi worden, stelde de Amerikaanse president Joe Biden. Vier maanden later staat de roebel op een all time high ten opzichte van andere munteenheden.’

Welke invloedssfeer?

Zie munteenheden als netwerken, stelt Gave. ‘Hoe meer partijen je afschakelt van je netwerk, hoe slechter het is voor je eigen munteenheid. Als je tegen een partij zegt dat hij niet meer met euro’s mag handelen, maakt dat de euro alleen maar



zwakker. Stel dat je China uit het financiële systeem zou willen halen. Wie verliest er dan? De westerse wereld of China?’ Volgens Choyleva probeert China zichzelf juist los te knippen. ‘China is op koers om zelfvoorzienend te worden binnen zijn invloedsfeer. Het ontwikkelt het financiële deel, maar ook het industriële deel van zijn economie en sluit die delen vervolgens meer en meer af.’ Zij voorspelt een gevecht tussen de op de dollar en op de renminbi gebaseerde systemen. ‘Als je een Europese belegger bent, zit je in de Amerikaanse invloedsfeer. Dan moet je je afvragen of je het kapitaal dat je alloceert naar China, kunt repatriëren naar je eigen werelddeel als je dat zou willen. Wij noemen het feit dat dat minder makkelijk kan de grote ont koppeling. In zo’n scenario krijgen bedrijven zoals Apple problemen. Daarbij komt dat je, als je naar ESG-criteria kijkt die belangrijk zijn voor Europese beleggers, je in China in gevaarlijk gebied belandt.’

Makkelijker kapitaal alloceren

Gave denkt niet dat China zichzelf van de rest van de wereld afsnijdt. ‘Dat zeg ik als een buitenlandse belegger in China in de afgelopen vijftien jaar. Elk jaar wordt het voor mij makkelijker om kapitaal te alloceren. Elke jaar verminderen de kapitaalrestricties. Het wordt elk jaar makkelijker om obligaties en aandelen te kopen.’ Choyleva: ‘Dat zie ik ook. Mijn punt is meer dat China eerder ook zijn industriemarkt opende voor buitenlands kapitaal en knowhow, maar daarna kwamen ze met een strategie om zelf hoger in de keten van toegevoegde waarde te zitten. Daarna is China die buitenlandse industrieën achternagegaan waar ze tot voor kort nog heel open tegen waren. Diezelfde ontwikkeling gaat plaatsvinden in de financiële sector. Het Westen ziet die modus van ontwikkeling ook en reageert daarop. Europa duwt terug.’

Hsu reageert: ‘We weten niet hoe die twee invloedssfeersystemen zich zullen ontwikkelen. Daarom vind ik het verstandig om te diversifiëren over beide systemen. Juist omdat je de toekomst niet kunt voorspellen.’

Rugwind voor aandelen

Dieperink komt met een hamvraag. ‘Als ik mijn investeringsdoelen in lijn wil brengen met de doelen van de regering in Beijing, kan ik dan het beste in aandelen of in obligaties investeren?’ Hsu: ‘Net zoals Gave eerder aangaf: je kunt niet om Chinese obligaties heen. Maar ik houd

ook van Chinese aandelen. Dat is omdat de Chinese overheid kapitaal probeert weg te duwen van vastgoed. Ze willen een op de lange termijn gericht institutioneel pensioenfonds bouwen. Daarnaast geven ze de ruimte aan buitenlandse beleggers om binnen te komen. Dat biedt rugwind voor aandelenmarkten.’

De Chinese overheidsbemoediging maakt het voor Hyland juist lastiger om in China te beleggen. ‘Ze proberen de hele economie te sturen, tot op microniveau. Als je in Chinese aandelen of obligaties belegt, moet je ook kennis hebben van de regulering en waar het beleid heen gaat. En dat boven op de standaard economische tools die we in het Westen hanteren. Beleid kennen is de sleutel tot succesvol beleggen in China.’

Handelstarieven verlagen

Volgens Gave zullen Chinese aandelen en obligaties hun wereldwijde evenknieën in de komende zes maanden outperformen. ‘Dat komt door de heropeningen na COVID-19. Ook zien we een rebound in economische activiteit. Daar komt bij dat we een periode ingaan richting het bijeenkomen van het Nationale Volkscongres in november en dat de Chinese overheid volop de economie ondersteunt. De kers op de taart is dat de VS bekijkt of het zijn handelstarieven met China kan verlagen, omdat het land zijn inflatie wil beperken.’

Het einddoel van China in de handelsstrijd met de VS is volgens Gave dat de renminbi een sterke handels- en reserve-munteenheid wordt. ‘Dat doel heeft een enorme steun in de rug gekregen door de oorlog die Rusland is gestart. Rusland wordt als het ware een kolonie van China. De handel tussen die landen gaat in renminbi plaatsvinden en gaat verdubbelen in de komende jaren. China haalt daar zijn noodzakelijke grondstoffen vandaan, in plaats van uit de rest van de wereld. Dat is een gevolg van de de-dollarisatie van de grondstoffenhandel van Rusland. Dat is een grote gamechanger.’

Dat beleggen in aandelen en obligaties kansen biedt voor de korte termijn, daar waren de deelnemers het roerend over eens. Echter, op de lange termijn spelen er ook zorgen. Zoals over een mogelijke oorlog met Taiwan, het op microniveau sturen van de economie door de overheid en invloedsferen die elkaar harder en harder raken. Toch zegt Gave alles overziend tot slot: ‘Als je niet belegt in China, dan mis je de volgende bull market.’ ■

‘Als je geen Chinese obligaties in je portfolio hebt, welke obligaties heb je dan wel in je portfolio?’

IN HET KORT

Beleggers kunnen niet om China heen. Vooral obligaties bieden veel kansen.

Op de lange termijn spelen geopolitieke risico's mee en dreigt een clash tussen twee invloedssferen.

China is beter tegen inflatie en de energiecrisis opgewassen dan de westerse wereld.

Het Westen schaaft vooral zichzelf als het China en de renminbi wil uitsluiten.

China zal in de komende jaren mogelijk protectionistischer worden en streven naar zelfvoorzienendheid.

Groene Groei

Door *Hans Amesz*

Een economische groei van zo'n 3% per jaar is volgens Barbara Baarsma, Chief Executive Officer van Rabo Carbon Bank en Hoogleraar Toegepaste Economie aan de Universiteit van Amsterdam, noodzakelijk als we willen dat toekomstige generaties op hetzelfde welvaartsniveau kunnen leven als wij.

Het klopt dat er belangrijke nadelen verbonden zijn aan economische groei en dat de manier waarop we economische groei meten belangrijke zaken buiten beschouwing laat. Desalniettemin zijn er, aldus Baarsma, ten minste vijf redenen waarom economische groei nodig is: menselijke driften en behoeften, de kosten van de vergrijzing, de relatief steeds duurder wordende zorg (de ziekte van Baumol), de schuldafbouw en de kosten van herverdeling. Zolang zaken als onderwijs, zorg, rechtspraak en vele andere uit collectieve middelen worden betaald, is economische groei nodig.

Maar, vraagt Baarsma zich af, hoe creëren we groei binnen ecologische grenzen en bieden we gelijke kansen aan iedereen? Zij beschrijft vijf paden op weg naar groene groei, getiteld: stabiele economische groei, structureel groeivermogen, internationale handel

en samenwerking, toekomstige generaties en groei binnen de planetaire grenzen. Zij vindt dat beprijzing met een regulerende heffing het meest efficiënte instrument is om de economie richting vergroening te sturen. Die heffing moet hoog genoeg zijn om aan te zetten tot forse reductie van broeikasgassen, biodiversiteit en meer recycling van schaarse grondstoffen. Een heffing op EU-niveau heeft de voorkeur, maar als die te lang op zich laat wachten, dan moeten heffingen alvast in Nederland worden ingevoerd. Het ziet er volgens Baarsma helaas niet naar uit dat de overheid zal overgaan tot uniforme en economie-brede beprijzing van bijvoorbeeld broeikasgassen, stikstof of andere schadelijke uitstoot.

Dat betekent niet dat bedrijven zelf niks kunnen doen. Zij kunnen hun eigen beprijzing vergroenen door met interne prijzen voor schadelijke uitstoot te werken. Uit voorlopig onderzoek van Rabobank blijkt dat agrarische klanten die hoger scoren op een duurzame bedrijfsvoering waarschijnlijk een lagere kans op wanbetaling hebben. Dit voordeel van een lager kredietrisico kan via bijvoorbeeld een lagere rente gedeeld worden met boeren met een duurzame bedrijfsvoering.



Barbara Baarsma
Groene groei
Pluim
ISBN: 9789493256828

Macht

Door *Hans Amesz*

Waarom krijgen slechte mensen zo vaak de macht in handen? Waarom laten we dat toe? En kan er iets worden gedaan om ervoor te zorgen dat leiders betere mensen worden? Dit soort vragen probeert Brian Klaas, Hoogleraar Mondiale Politiek aan het University College London, te beantwoorden in zijn boek 'Macht', dat als ondertitel heeft: Waarom de verkeerde mensen het vaak voor het zeggen hebben en hoe dat anders kan.

Klaas heeft honderden mensen met macht gesproken, van de meest integere tot de meest omstreden, onder wie dictators, coupleggers, rebellen, sekteleiders, CEO's, en politici. Een groot deel van de wereld wordt tegenwoordig gedomineerd door systemen die corruptiebare mensen voortbrengen en aantrekken. Democratieën zijn de laatste twee decennia – grotendeels door toedoen van hun eigen gekozen leiders – aan het uitsterven.

Neem Narendra Modi, die in 2019 werd herkozen als premier van India, om vervolgens politici in heel Kasjmir te laten arresteren, de onafhankelijkheid van rechtbanken en bedrijven aan banden te leggen en het staatsburgerschap van veel Indiase moslims in twijfel te trekken. Leiders die gezalfd zijn als hervormers beginnen vaak goed, maar eindigen slecht.

De vraag is dus hoe ervoor kan worden gezorgd dat meer goede mensen macht gaan ambiëren, macht gaan verwerven en integer blijven. Dat kan door slimmer te recrutereren, willekeurig mensen te selecteren om toezicht te houden, werknemers meer te laten rouleren en het besluitvormingsproces te evalueren, niet alleen het resultaat.

Als je deze vier strategieën toepast, ben je, aldus Klaas, een aardig eind op weg naar betere machthebbers. Vervolgens moet worden geprobeerd om ervoor te zorgen dat mensen, als ze het eenmaal voor het zeggen hebben, niet worden aangetast door de ondermijnende, corrumperende effecten van de macht.



Brian Klaas
Macht
Nieuw Amsterdam
ISBN: 9789046828168

The Man who Broke Capitalism

Door Joost van Mierlo

Jarenlang kon Jack Welch, de voormalige Bestuursvoorzitter van het Amerikaanse General Electric (GE), ogenschijnlijk geen kwaad doen. Hij bestuurde het bedrijf met ijzeren hand, zorgde ervoor dat het concern de onderneming met de hoogste marktwaarde ter wereld werd en leidde en passant een groep bestuurders op die, als hun carrière bij GE stokte, elders in het Amerikaanse bedrijfsleven furore maakten.

Als we David Gelles, journalist bij The New York Times en auteur van het boek 'The Man who Broke Capitalism', moeten geloven, was het allemaal een illusie. Welch staarde zich blind op het kortetermijnsucces van de aandelenkoers, bekommerde zich niet om de langere termijn, zag werknemers niet als een waardevol onderdeel van ondernemingen, maar als pure kostenpost en vernietigde op deze manier de ziel van het Amerikaanse bedrijfsleven.

Het is duidelijk waar Gelles zijn verontwaardiging vandaan heeft. Als onderzoeksjournalist verzorgde hij jarenlang de berichtgeving over de problemen bij Boeing. In de poging van de vliegtuigbouwer om in de kosten te snijden, werd de aandacht voor de veiligheid van de vliegtuigen verminderd. Dit leidde tot twee

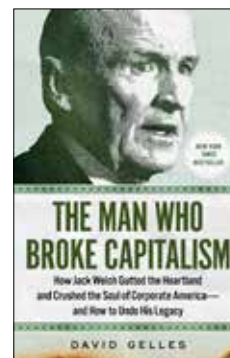
vliegtuigongelukken met honderden doden als gevolg van problemen met het splinter-nieuwe vliegtuig 737 Max.

De maniakale manier om in kosten te snijden was overgewaaid van GE, zo tracht Gelles te bewijzen. En daar was het weer het gevolg van het doordrammen van zijn eigen gelijk door Welch. Daarmee heeft Welch de teloor-gang van het Amerikaanse bedrijfsleven op zijn geweten.

Maar het was ook de periode van Milton Friedman, de Nobelprijswinnaar die winst maken verheerlijkte, en van Ronald Reagan, de Amerikaanse president die overheden als het probleem beschouwde. Welch was daarmee feitelijk een epigoon van zijn tijd.

Boeing was natuurlijk een rampverhaal en GE op de langere termijn geen onverdeeld succes, maar tegelijkertijd was Microsoft in opkomst, werd Apple een succesverhaal en als je Gelles zou moeten geloven, zou het in de watten leggen van werknemers door bedrijven als Google nooit zijn gebeurd.

Het Amerikaanse kapitalisme is nog altijd niet gebroken. De gepassioneerde manier waarop Gelles pleit voor een stakeholder-benadering klinkt voor de meeste Nederlandse lezers waarschijnlijk als vanzelfsprekend.



David Gelles
The Man who Broke
Capitalism
Simon & Schuster
ISBN: 9781982176440

Money Men

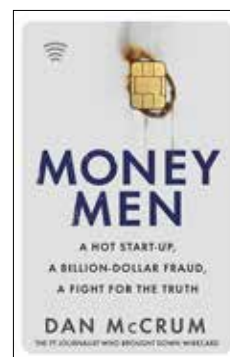
Door Joost van Mierlo

De groei van Wirecard, het Duitse antwoord op PayPal, was te mooi om waar te zijn. Er was niemand die dit beter wist dan Dan McCrum, die als journalist van de Financial Times jarenlang onderzoek deed naar de duistere gang van zaken bij de onderneming. Zijn boek 'Money Men' is het fascinerende verslag van zijn bevindingen en een bewijs dat, ook in de journalistiek, de aanhouder wint.

Binnen nauwelijks tien jaar tijd groeide Wirecard uit van een kleine Duitse tech-startup die betalingen verrichtte voor gokkantoren en pornowebsites, tot een onderneming die in beurswaarde Deutsche Bank en de meeste andere Duitse topbedrijven achter zich liet. Het was allemaal het gevolg van een gefraf-

fineerd frauduleuze manier van boekhouden waar zelfs de accountants van Ernst & Young geen vinger achter wisten te krijgen. Bijgestaan door een groep van vroege whistleblowers, ex-medewerkers die vol afschuw ontslag hadden genomen, probeert McCrum het raadsel dat Wirecard in zijn ogen is te ontrafelen. Het levert onthutsende verhalen op met tal van bedreigingen en pogingen om de criticasters, waaronder een aanzienlijke groep shortsellers, met flinke geldbedragen om te praten.

Het eindigt, zoals bekend, met het faillissement van Wirecard. Naast dat dit boek als een fascinerende detective leest, levert het ook een onthutsend beeld op van falend toezicht en een Duits bedrijfsklimaat, waarbij nieuwkomers te lang de hand boven het hoofd werd gehouden.



Dan McCrum
Money Men
Bantam Press
ISBN: 9781787635043

Wen er maar aan

De uitslagen op de kapitaal- en rentemarkten waren in de afgelopen maanden veel groter dan in de afgelopen jaren, zo niet decennia. Het advies van onze hoofdeconoom: wen er maar aan.

We komen uit een tijdperk waarin deflatie bestreden moest worden door lagere rentes en meer geldcreatie. Nu heerst echter een inflatoir klimaat, waarbij hoge schulden het vrijwel onmogelijk maken inflatie goed te bestrijden.

Toch stralen financiële markten nog steeds het geloof uit dat we over niet al te lange tijd weer terugkeren naar de omstandigheden van vóór de COVID-19-crisis, met onder meer lage (nominale en reële) rentes en inflatie, een naar de achtergrond verdwenen pandemie en oorlog in Oekraïne, en een ommekeer, of in elk geval sterke afremming, van deglobaliseringstendensen.

Deze houding lijkt naïef. Neem de houding ten opzichte van globalisering. China en het Westen hebben er veel baat bij dat de internationale handel flink blijft groeien, maar er zijn wezenlijke veranderingen gaande die de andere kant op wijzen. De afgelopen decennia beschouwde het Westen China vooral als een aantrekkelijke afzetmarkt en goedkope productie/importlocatie. Een echte concurrent voor het Westen zou China de komende decennia en misschien wel nooit worden. Deze opvatting is misplaatst gebleken: China is volgens sommige maatstaven al de grootste economie ter wereld. Op een aantal economische terreinen is China het Westen al gepasseerd en volgens sommige defensieanalisten heeft het land een sterkere marine dan Amerika.

Dit alles verandert de houding ten aanzien van China fundamenteel. De overdracht van kennis tussen het Westen en China komt op veel vlakken tot stilstand en veel westerse bedrijven vragen zich af of ze in de nabije toekomst nog wel vanuit hun Chinese vestigingen kunnen exporteren en of hun bedrijf in een crisissituatie

het gevaar loopt om door Beijing genationaliseerd te worden.

De oorlog in Oekraïne – die voorlopig zal voortduren – heeft ook gezorgd voor een omslag in het denken over de verhouding tussen geopolitiek, nationale veiligheid en economie, waarbij vrijhandel onder druk staat en overheidsinvloed op de economie groter wordt.

Dit alles zien we voorlopig niet veranderen. Voor het Westen betekent dit minder importconcurrentie van buitenaf. Ook betekent het dat westerse werknemers minder goedkope arbeidsconcurrentie van elders in de wereld ondervinden, met als gevolg meer opwaartse druk op lonen en inflatie.

En we zien nog meer beren op de weg, waaronder:

- Een opleving van de COVID-19-pandemie in de herfst en/of winter is zeker geen onwaarschijnlijk scenario. Strengere lockdowns lijken er niet meer te komen, maar door uitval op de werkvloer kunnen sectoren en aanvoerlijnen weer ontregeld raken, met onder meer opwaartse druk op de grondstoffenprijzen tot gevolg.
- Door de vergrijzing moeten steeds minder werkenden steeds meer niet-werkenden onderhouden. Dit is des te problematischer gezien de recordhoge schuldenlast (van particulieren, bedrijven en overheden samen).
- Door die zeer hoge total debt/bbp-ratio's wordt de verleiding erg groot de schuldenlast te verlichten door toch maar hogere inflatie te accepteren. Ook omdat de productiviteitsstijging al decennia laag is en er voorlopig wat dat betreft niet veel in het vat lijkt te zitten.

Gezien het bovenstaande zien we de voor de markten gunstige omstandigheden van 1990 tot 2020 (en vooral van 2009-2020) niet meer terugkomen en ligt meer volatiliteit in het verschiet. Wen er maar aan. ■



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

Maureen Schlejen

Van NN Investment Partners naar Cardano ACTIAM



2016

Executive MBA Food & Finance, Business Universiteit Nyenrode

1995

International School of Economics, Hoge Economische School Rotterdam

1970

Geboren in Maassluis

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

Deze zomer ben ik aan de slag gegaan en het bevalt me heel goed. De ontvangst was warm en iedereen is behulpzaam en bereid om me wegwijs te maken in de nieuwe organisatie. Het voordeel is dat Cardano een kleinere organisatie is en daarmee overzichtelijk en minder complex. Bovendien is de vakantieperiode een prima periode om te beginnen.

U begon uw carrière bij Robeco. Wat heeft u daar gedaan?

Ik ben opgegroeid en opgeleid bij Robeco en heb diverse klantgeoriënteerde functies gehad. Mijn laatste rol was Head Institutional Sales Benelux and Nordics. Bij Robeco is mijn passie voor duurzaam beleggen ontstaan en heb ik geleerd dat alles begint bij goed begrijpen waar de klant naar op zoek is.

Daarnaast heeft u ook in diverse functies gewerkt bij NN Investment

Partners. Kunt u aangeven welke kennis u bij deze werkgever heeft opgedaan?

Bij NN IP heb ik ervaren hoe samenwerken over de hele keten bijdraagt aan een goede klantbeleving en daarmee aan een hoge klanttevredenheid. Dit was het fundament waarop we de groei van het fiduciaire en institutionele klantenbestand hebben kunnen realiseren.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Cardano ACTIAM?

In november van vorig jaar werd ik benaderd door Marc Hamel van Financial Assets. Op dat moment waren we bezig met de voorbereidingen van de integratie van NN IP na de overname door Goldman Sachs. Marc raadde mij aan om een keer met Harold Naus te gaan praten. Dat was een heel leuk gesprek. Het tweede gesprek volgde snel.

Op welk vlak kunt u de expertise die u heeft opgedaan, gebruiken in uw nieuwe functie?

Ik heb de afgelopen 25 jaar veel ervaring opgedaan met het uitbouwen van een business en heb gezien welke elementen daarvoor belangrijk zijn. Dat begint met klantgericht denken en het bieden van oplossingen die aansluiten bij de uitdagingen waar klanten voor staan en die een duidelijke toegevoegde waarde hebben voor klanten. Daarnaast zijn mensen cruciaal, mensen die willen samenwerken, open communiceren en oog hebben voor de klant in alles wat

ze doen. Dit komt allemaal samen in het investeren in en het verder uitbouwen van de commerciële organisatie.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Ik ben niet echt een jobhopper, dit is de tweede keer in mijn carrière dat ik opnieuw begin bij een nieuw bedrijf. En dat is natuurlijk best spannend. Maar nieuwe dingen leren, het onbekende verkennen, keuzes maken, mijlpalen beleven, zijn precies de zaken die mij drijven!

Wat verwacht u als Chief Commercial Officer en Partner te verwezenlijken?

Ik ben onder de indruk van de kwaliteit van zowel het risicomanagement van Cardano als de duurzame en impactbeleggingsoplossingen van ACTIAM. De kracht zit in de combinatie: de pioniersgeest met de expertise van duurzaam beleggen. Om het uiteindelijke marktpotentieel te benutten, zal ik mij erop richten om de markt hier breder mee bekend te maken, met klanten in gesprek te gaan, te luisteren naar hun vraagstukken en te proberen daar oplossingen voor te bieden. Qua diversiteit, iets waar ik altijd naar streef, ben ik blij om hier mensen aan te treffen met uiteenlopende denkstijlen, maar ook wat betreft manieren van samenwerken en problemen oplossen.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

In deze rol komen eigenlijk alle aspecten van mijn persoonlijke ambities bij elkaar: ondernemen, een business bouwen, leiderschap en zelf meer bijdragen aan een meer duurzame wereld. Maar het allerbelangrijkste is natuurlijk dat je voldoening uit je werk haalt. En ik ben ervan overtuigd dat dit bij Cardano ACTIAM goed gaat lukken. ■

Gerben Jorritsma

is aangetreden als Toezicht- houder Pensioenfondsen bij De Nederlandsche Bank. Hij blijft daarnaast actief als Investment Consultant bij InvestmentEASE.

Rutger Maenen

is benoemd tot Head of Sales Continental Europe & Middle East bij Northern Trust AM.

Marc Broskij

is benoemd tot COO en lid van de Raad van Bestuur bij KPMG.

Sjoerd Lont

is begonnen als Executive Director bij Tikehau Investment Management Benelux.

Matt Vorachen

is aan de slag gegaan als Portfolio Manager Private Equity bij Achmea Investment Management.

Dongyi Yin

is aangesteld als Coordinator Fiduciary Management bij MN.

Pascal Janssen

is begonnen als Strategisch ALM-adviseur bij PGGM.

Joost de Jongh

is benoemd tot Managing Director bij Dutch Residential Mortgage Index. Hij vervult deze functie naast zijn rol als Senior Associate bij Hypoport.

Sabine van Solingen

is benoemd tot Head of Benelux Institutional Client Group bij State Street Global Advisors.

Lars van Dort

is aangesteld als Head of Public & Private Equity bij MN.

Dirk Hoozemans

is begonnen als Portfolio Manager Thematic Equities bij Credit Suisse.

Wieger Fokke

is gestart als Investment Manager Financiële Instellingen en Bedrijven bij ILX Management.

Rogier van Harten

is benoemd tot Hoofd Institutional Sales voor de nieuwe gecombineerde salesorganisatie van BMO en Columbia Threadneedle Investments.

Janine Breij

is begonnen als Manager Risicomanagement & Advies bij De Nederlandsche Bank.

Arjen van Amerongen

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Centraal Beheer Algemeen Pensioenfonds. Hij vervult daarnaast uiteenlopende functies voor diverse pensioenfondsen.

Gideon Smith

is benoemd tot Global Head of AXA IM Equity QI.

Jeroen Groot

is aangesteld als Hoofd F&C a.i. bij ABN AMRO Pensioenfondsen. Hij blijft daarnaast actief voor zijn eigen bedrijf Valorem Management & Advies en als Manager Management Control a.i. bij PGGM Investments.

David Thomas

is aangesteld als Senior Portfolio Manager bij RobecoSAM.

Marco Breevoort

is benoemd tot Property Accountant bij BNP Paribas Real Estate.

Pieter Krom

is aangesteld als Director Business Development Benelux bij BlueBay Asset Management. Hij blijft daarnaast actief voor zijn eigen bedrijf PWK-Consultancy.

**Sevinç Acar**

is aangesteld als Head of Public Markets bij NN Group. Zij blijft daarnaast actief binnen de beleggingscommissie van Pensioenfonds APF.

Mariëtte Sanderse

is aangetreden als Lid van de Raad van Toezicht bij Bpf MIIT. Zij blijft daarnaast actief als Bestuursadviseur bij PMT.

Lennart Frijns

is gestart als Managing Director Equities bij Anthos Fund & Asset Management.

Marieke van Aert

is begonnen als Associate Infrastructure bij PGGM Investments.

Thijs Aaten

is begonnen als CEO voor APG Asset Management Asia.

Veronique Achmad

is benoemd tot Sleutel-functiehouder Risicobeheer bij Pensioenfonds ABP.

Paul Vrancken

is aangesteld als Senior Partner, CFOO, bij Rivean Capital.

Katja Kok

treedt per 1 november aan als Hoofd van de Nederlandse private bank van ING.

Martin van der Pot

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds DNB, met de portefeuille Beleggingen. Hij vervult deze rol naast zijn functie als Senior Investment Consultant bij PGGM.

Hamida Srifi Kallai

is gestart als Technisch Asset Manager Woningen bij Altera Vastgoed.

Dimitri Willems

is benoemd tot Fondsmanager van Triodos Pioneer Impact Fund.

Luc Joosten

is benoemd tot Managing Director van ASR Real Assets Investment Partners.

Gerard van Rooijen

is aangetreden als Directeur Pensioen bij Nationale-Nederlanden.

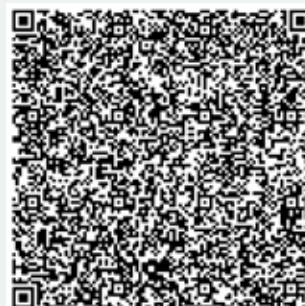
Jan van Miltenburg

gaat aan de slag als Coördinerend Beleids-medewerker bij het Ministerie van Financiën.

Bert-Jan Scheffer

is benoemd tot Head of Business & Product Development bij Edmond de Rothschild Real Estate Investment Management.

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





The **Morningstar Investment Conference for Institutional Investors** is built around cutting-edge research, insights that bubble up the key messages of that research, and analysis that spots trends and patterns to help investing professionals see the big picture. This highly curated event caters to C-suite, Board Members, Portfolio Managers and ESG/Impact Investing Officers of institutional organisations*.

And this year's the perfect time to put it all to work. Let's take stock of our goals, identify new opportunities, and build the future, together, for investors everywhere. Use discount code **MICEU22FinInv** to secure your free spot.

Morningstar Investment Conference for Institutional Investors

A pan-European event on 29–30, September 2022

Join us in-person in Amsterdam. Visit go.morningstar.com/MICEU to learn more.

*Morningstar reserves the right to rescind invites to those individuals who do not meet the delegate criteria.



PARTNER WITH A FAST-GROWING PRIVATE MARKETS PLATFORM

For more than **15 years**, and as **one of the world's largest insurers**, Allianz has been investing insurance and pension assets directly and indirectly in private market assets such as private debt and equity, infrastructure debt and equity, renewable energy, impact and development finance, real estate debt and trade finance.

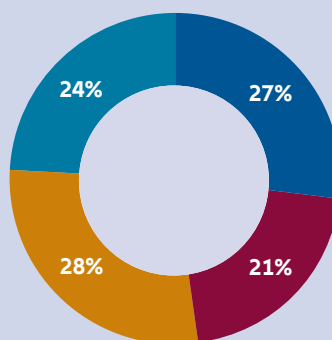
Allianz Global Investors has a wide range of private market strategies open for third-party investors and currently manages **€93 billion*** in these markets.

Contact us for more information:

Tim.Soetens@allianzgi.com

Sjoerd.Angenent@allianzgi.com

nl.allianzgi.com



- Private Equity
- Infrastructure Debt
- Infrastructure Equity
- Private Debt

Investments in Private Markets and Real Assets are highly illiquid and designed for professional investors pursuing a long term investment strategy only.

*Source: Allianz Global Investors as at 31 December 2021.

The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. Past performance does not predict future returns. The Summary of Investor Rights is available in English, French, German, Italian and Spanish at <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>.

For investors in the European Economic Area (EEA) & United Kingdom: This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH, HYPERLINK "<http://www.allianzgi.com>" www.allianzgi.com, an investment company with limited liability, incorporated in Germany, with its registered office at Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, registered with the local court Frankfurt/M under HRB 9340, authorised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (HYPERLINK "<http://www.bafin.de>" www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH has established branches in the United Kingdom, France, Italy, Spain, Luxembourg, Sweden, Belgium and the Netherlands. Contact details and information on the local regulation are available here: www.allianzgi.com/Info.

For investors in Switzerland: This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors (Schweiz) AG, a 100% subsidiary of Allianz Global Investors GmbH.

As at December 2021. Admaster 2024078