

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

OOSTENRIJKSE SCHOOL ALS LEIDRAAD

Lex Hoogduin,
Emeritus Hoogleraar

RONDE TAFEL CLIMATE RISKS IN REAL ESTATE

6 experts aan het woord

GROTE ROL VOOR REAL ASSETS IN TOEKOMSTBESTENDIGE PORTEFEUILLE

Luc Joosten, a.s.r. real assets investment partners



RONDE TAFEL
Impact NPS op
Asset-Servicing

Actual
investors
are focused.
Not frantic.

Search for Actual Investors

Baillie Gifford[™]
Actual Investors

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Arnesz, Ronald Bruins, Bouko de Groot,
 Baart Koster, Joost van Mierlo, Daan Nijssen,
 Jan Jaap Ormlee, Michiel Pekelharing,
 Lies van Rijssen en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

Randy Caenen
 Michiel Cleij
 Han Dieperink
 Evalinde Eelens
 Jacqueline van Leeuwen
 Iris van de Looij
 Philip Menco
 Karin Roeloffs

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Gosse Alserda, Shehriyar Antia,
 Laurence Barker, Guy Barnard, Nicole Batist,
 Friso Berghuis, Henk Bets, Dirk Brounen, Jaap
 van der Bijl, Randy Caenen, Mathieu Caquineau,
 Andrew Carnwath, Han Dieperink, Fekko Ebbens,
 Reiniera van der Feltz, Volker Flögel, Bob Folmer,
 Robert-Jan Foortse, Tim Gibson, Peter van Gool,
 Sheila Hicks, Frans Hofkens, Lex Hoogduin,
 Jason Hsu, Ingrid Hulshof, Thijs Jochems, Luc
 Joosten, Tanvi Karambelkar, Marc Keijzer,
 Maurice Klaver, Volkert de Klerk, Nils Kok,
 Jan-Albert Koopman, Bernardo Korenberg,
 Arthur van der Kruijf, Greg Kuhl, Andy Langen-
 kamp, Coos Luning, Ruben Mikkers, Andrew
 Morris, Tom Niemans, Vincent Nobel, Judith
 Norbart, Alwin Oerlemans, Paul Oremus, Andrea
 Palmer, Dennis van de Pas, Jeremy De
 Pessemer, Hedwig Peters, Jeroen van der Put,
 Pim Rank, Timothée Raully, Richard Roberts,
 Remco Rothkrantz, Martijn Rozemuller, John van
 Scheijndel, Stephanie Scholten, Maaïke van der
 Schoot, Shaun Stevens, Lushan Sun, Peter van
 den Tol, Ramon Tol, Arnout Trampe, Justin
 Travlos, Eric Veldpaus, Duanice Verberkmoes,
 Marc van Voorst tot Voorst, Camiel de Vries,
 Wietse de Vries, Erik Thijs Wedershoven, Wouter
 Weijand en Arjan van Wieren

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Kees Rijken Fotografie
 Peter Putter

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Onzekerheid biedt kansen

Het lijkt opvallend goed te gaan op de financiële markten, ondanks het feit dat de rente de afgelopen achttien maanden hard is opgelopen, veel regio's in de wereld in een (lichte) recessie zitten of daar vlak tegenaan schuren, de inflatie nog altijd boven de monetaire doelstellingen ligt en de wereldwijde schuldenberg enorm is. De markten lijken te kunnen drijven op de verwachting dat de inflatie gaat dalen en onder controle komt, dat de centrale banken snel zullen stoppen met renteverhogingen en dat we een zachte landing krijgen.

Toch is het niet allemaal koek en ei in de wereld. Er is geopolitieke onzekerheid, we hebben te maken met klimaatverandering en met de kosten die dat op de korte en de lange termijn met zich meebrengt. En juist nu het invoeren van het nieuwe pensioensysteem in een stroomversnelling komt, zit de Haagse politiek in zwaar weer. Maar al die onzekerheid biedt ook kansen.



Deze editie besteedt extra veel aandacht aan real assets, alternatives en private equity. De boventoon wordt gevoerd door klimaatrisico's, ESG en impact investing. Hoe beperken we de risico's op stranded assets? Hoe meten we échte impact? En hoe houden we oog voor het rendement? Genoeg gespreksstof. Luc Joosten van

a.s.r. real assets investment partners praat in het coververhaal over real assets en toekomstbestendigheid, en twee Ronde Tafels en een paneldiscussie zoeken naar oplossingen.

De grootste winst en wellicht ook de beste kansen om de klimaatdoelen te halen, lijken ver van huis te liggen, in emerging markets. Twee paneldiscussies duiken diep in de mogelijkheden daar. Dicht bij huis komt het nieuwe pensioenstelsel aan bod in een Ronde Tafel over de impact van de vernieuwing op de asset servicing-kant, met aandacht voor illiquide beleggingen onder het nieuwe stelsel.

Verder nog een blik op verzekeren, op de voedselketen, op goud en op het gedachtengoed van de Oostenrijkse School, dat Emeritus Hoogleraar Lex Hoogduin een veel betere leidraad voor een goed functionerende economie vindt dan het Keynesiaanse denken of het socialisme, vooral nu we als maatschappij de klimaatverandering gezond willen doorkomen.

Kortom, deze dikke editie, die in het teken staat van verandering, noodzaak, kansen en risico's, verslaat maar liefst drie Ronde Tafels en drie seminars, telt zes expertcolumns en laat 77 experts aan het woord. Bovendien brengt dit nummer nog wat nieuws. De vertrouwde

boekenrecensies hebben plaatsgemaakt voor een kort overzicht van de meest recente en relevante boeken en onderzoeken. Laat vooral weten of dat nieuwe format bevalt.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Seminar 'How to position
 your portfolio for 2024
 and beyond'**

**Datum: 9 november 2023
 van 12:15 uur tot 17:20 uur**

**Locatie: Rosarium,
 Amsterdam**

**Meer info en registratie:
www.financialinvestigator.nl/
 seminar-09-11-2023**



Grote rol voor real assets in een toekomstbestendige beleggingsportefeuille

10



18 Ronde Tafel Climate Risks in Real Estate



Paneldiscussie Hoe meet je klimaatrisico's in de real assets-portefeuille?

48

COVERVERHAAL

10 Grote rol voor real assets in een toekomstbestendige beleggingsportefeuille, Interview met Luc Joosten, a.s.r. real assets investment partners

THEMA REAL ASSETS & ALTERNATIVES

18 Ronde Tafel Climate Risks in Real Estate

28 Material benefits of environmental engagement in non-listed real estate, Almazara

30 Duurzaamheid en impactbeleggen zijn 'must have' in vastgoed, Interview met Paul Oremus en Sheila Hicks, CBRE Investment Management

32 Climate risk in real estate, AXA IM Alts

34 Vastgoedtrends volgens experts van binnen én buiten de sector

38 Public REITs for long-term property exposure, Janus Henderson

40 Senior debt kan het risico-rendementsprofiel van de vastgoedportefeuille verbeteren, Interview met Vincent Nobel, Federated Hermes Limited

44 Private credit: looking forward and looking back, Interview met Lushan Sun, Legal & General Investment Management

46 Sustaining strong performance in an evolving infrastructure landscape, UBS Asset Management

48 Paneldiscussie Hoe meet je klimaatrisico's in de real assets-portefeuille?

52 ESG-impact in private markets, Nicole Batist, Marc Keijzer en John van Scheijndel

THEMA PRIVATE EQUITY

54 Private equity, beleggen met impact en rendement, Achmea Investment Management

56 Ronde Tafel Sustainable Investing in Private Equity

THEMA CHINA & EMERGING MARKETS

66 China kan zich geen oorlog veroorloven, Portret van Keyu Jin, London School of Economics

70 Paneldiscussie Beleggingskansen in Emerging Markets

74 Paneldiscussie Investment Opportunities in Emerging Market Equities

S Gesponsord

THEMA IMPACT NIEUWE PENSIOENSTELSEL OP DE ASSET SERVICING-KANT

84 Ronde Tafel Impact van het Nieuwe Pensioenstelsel op de Asset Servicing-kant

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 De Oostenrijkse School als leidraad**, Interview met Lex Hoogduin, Emeritus Hoogleraar
- 14 De tijdgeest is risico-avers**, Interview met Wouter Weijand, Providence Capital
- 76 Investment opportunities across a changing food system**, PGIM
- 78 Five themes to guide insurance portfolios**, AllianceBernstein
- 80 Bonds en vogue, but gold never out of style**, World Gold Council
- 82 Illiquide beleggingen onder het nieuwe pensioenstelsel**, Aegon Asset Management

COLUMNS

- 17 IVBN:** De woningmarkt gaat over meer dan reguleren en investeren
- 27 Pim Rank:** Een level playing field voor crypto-assets?
- 43 CFA Society Netherlands:** Gedeelde verantwoordelijkheid
- 65 Thijs Jochems:** Europa in een wurggreep
- 69 Han Dieperink:** Alles is energie
- 94 Andy Langenkamp:** Kiev en Kremlin klem in de ring

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 93** Boeken & papers
- 95** On the move special: **Fekko Ebbens**
- 96** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 22/09:** Ronde Tafel ‘Where to find yield in Private Debt Markets?’
- 26/09:** Seminar voor verzekeraars ‘Beleggen in Private Markets’ met aandacht voor CSRD, IFRS 17 en de Energietransitie
- 12/10:** Ronde Tafel ‘Sustainable ETFs’
- 30/10:** Pensioenseminar ‘Klimaat en biodiversiteit: van ambitie naar implementatie’
- 09/11:** Seminar ‘How to position your portfolio for 2024 and beyond’
- 16/11:** Seminar voor family offices ‘Sustainable Investing’



56

Ronde Tafel Sustainable Investing in Private Equity



70

Paneldiscussie Beleggingskansen in Emerging Markets



84

Ronde Tafel Impact van het Nieuwe Pensioenstelsel op de Asset Servicing-kant

ETHENEA:

Op korte termijn geen recessie in zicht

De economie vertraagt in de VS, de Europese economie blijft kwetsbaar en China nam stimuleringsmaatregelen. Toch zal de economie wereldwijd met 3% groeien en is er op korte termijn geen recessie in zicht. Dat stelt Michael Blümke, Senior Portfolio Manager bij Ethenea. Volgens Blümke zal de economie blijven verzwakken, al zijn de risico's op een recessie de afgelopen maanden sterk afgenomen. Hij verwacht nog meer kwartalen met een lage of zelfs negatieve groei, gevolgd door een gematigd herstel. Hij betitelt de wereldeconomie als veerkrachtig, ondanks de meest agressieve verkrappingscyclus van de afgelopen 40 jaar.

‘De arbeidsmarkten worden nog

steeds gekenmerkt door een vraagoverschot en een lage werkloosheid. Enerzijds draagt dit bij tot een verbetering van het consumentenvertrouwen. De stemming wordt echter enigszins getemperd door de economisch belangrijkste indicatoren. De neerwaartse trend in de productiesector houdt ononderbroken aan en ook de dienstensector, die in de eerste helft van het jaar sterk was, verliest geleidelijk aan kracht. Vooral de hogere financieringskosten en strengere kredietvoorwaarden zullen de economische expansie in de komende kwartalen afremmen.’

Het lijdt volgens Blümke geen twijfel meer dat de algemene inflatie even snel daalt als ze was geste-

gen. Er bestaat wat hem betreft echter gereede twijfel of de inflatie snel zal dalen tot het streefcijfer van de centrale banken van 2%. Met name de kerninflatie blijft in zijn ogen te hoog. ‘Het is mogelijk dat de centrale banken, na een pauze, gedwongen zullen zijn om de monetair verkrapping te hervatten. Gezien de variabiliteit in het tijdsverloop tussen de verkrappingscycli en het moment waarop ze effect sorteren, zullen de centrale banken nog enige tijd moeten laveren tussen een noodzakelijk en een recessiebevorderend beleid. De details van de situaties in de belangrijkste economische regio's zijn echter zeer verschillend.’

DE PRIORITEITEN VAN

Henk Bets

1 De Wet toekomst pensioenen is eind mei aangenomen, maar de wet is nog niet compleet, nog niet overal consistent en op een aantal belangrijke punten ook nog niet goed genoeg. Deze punten moeten we goed in beeld hebben voor onze advisering en we zullen dit, waar we mogelijkheden zien om de wet te verbeteren, in de komende tijd bij de juiste partijen onder de aandacht brengen.

2 Een koopkrachtgericht pensioenbeleid. Gebrek aan koopkrachtbehoud was één van de belangrijkste redenen om tot het pensioenakkoord te komen. Desondanks is de Wet toekomst pensioenen nauwe-

lijks gericht op koopkrachtbehoud na pensionering. De twee belangrijkste vragen zijn ‘Hoe kunnen we koopkrachtbehoud zo goed mogelijk regelen binnen de nieuwe wet?’ en ‘Is het mogelijk om met een beperkte aanpassing van de wet koopkrachtbehoud aanzienlijk beter te regelen?’

3 Het pensioen is uiteindelijk bedoeld voor degenen die nu en straks een uitkering kunnen krijgen. Ook deze mensen moeten voor, tijdens en na de transitie goed geïnformeerd worden en ervan overtuigd worden dat de overgang goed geregeld is. Hoe ga je dit voor iedereen op een begrijpelijke wijze regelen?



Henk Bets is Directeur/Eigenaar van Actuariel Adviesbureau Confident. Hij adviseert sociale partners, pensioenfondsbesturen en andere pensioenfondsorganen, ondernemingen en ondernemingsraden op het gebied van pensioenen. Daarnaast heeft hij tijdens de parlementaire behandeling Kamerleden van verschillende politieke partijen uit zowel de Eerste als de Tweede Kamer geadviseerd.

Quintet kiest BlackRock voor uitbreiding beleggingscapaciteit

Quintet Private Bank heeft een memorandum van overeenstemming getekend met BlackRock. De private bank breidt met de samenwerking haar beleggingscapaciteit uit, maar behoudt de volledige controle over alle aspecten van de beleggingsbesluitvorming.



TIKEHAU CAPITAL:

Strong Momentum in European Cyber-security Technology

As cybercriminals employ increasingly sophisticated techniques to infiltrate our most sensitive systems and data, and with a rise in state-sponsored cyberattacks amidst global geopolitical turbulences, the number of cyberthreats is growing exponentially. This upward trend shows no signs of abating. In light of this, cyber resilience has transitioned from a mere recommendation to a genuine obligation for businesses, necessitating the involvement of technical experts, top leadership, and all employees.

However, the cyber industry faces numerous challenges, including a shortage of specialists in the field. Although the global cybersecurity workforce reached an all-time high in 2022, with an estimated 4.7 million professionals, there remains a global shortage of 3.4 million workers, according to the 2022 (ISC)² Cybersecurity Workforce Study. Addressing this shortage is crucial for building cyber resilience.

According to Tikehau Capital, advancements in AI technology offer a solution. With significant progress in AI, cybersecurity automation is expected to become a reality, bolstering prevention, protection, detection, and remediation measures.

'AI is a pivotal enabler of digital trust, augmenting human capabilities to handle vast amounts of data reliably day and night and at unprecedented speeds,' contends François Lavaste, Executive Director at Tikehau Capital. 'Consequently, many cyber companies are increasingly relying on AI-driven automation capabilities. Investors can benefit by funding those innovative start-ups and scale-ups in order to contribute to the reduction of the global impact of cyber incidents.'

DYNAMIC CREDIT:

Kwart Nederlandse woningen blootgesteld aan klimaatrisico's

Ruim een kwart van de Nederlandse woningen is blootgesteld aan klimaatrisico's als de wereldwijde temperatuurstijging in 2050 twee graden of meer telt. Dat blijkt uit een analyse van Dynamic Credit, onderdeel van BNP Paribas Asset Management. Voor elke woning in de portefeuilles die de vermogensbeheerder beheert, onderzocht het bedrijf de impact van overstromingen, extreem weer, en de indirecte gevolgen van droogte, zoals natuurbranden, bodemdaling en funderingsschade. De impact is vervolgens afgezet tegen de gehele Nederlandse huizenvoorraad.

Uit de analyse blijkt dat extreme weersomstandigheden het grootste gevaar vormen, met een verhoogd risico voor zo'n 12% van de woningen. Extreem weer kan in combinatie met onvoldoende afwatering leiden tot lokale overstromingen. Andere klimaatrisico's zijn overstromingen door een stijging van de zeespiegel en hogere waterstanden van rivieren (ongeveer 7% van de woningen), de gevolgen van langere periodes van droogte zoals natuurbranden (circa 1%), bodemdaling (6%) en funderingsschade (ongeveer 6%). Ongeveer 5% van de Nederlandse woningen is blootgesteld aan meerdere klimaatrisico's.



DNB WORKING PAPER:

Beleggers houden geen rekening met klimaatbeleidsrisico's

DNB heeft een working paper gepubliceerd met de resultaten van onderzoek door Philippe Loyson, Rianne Luijendijk en Sweder van Wijnbergen naar de mate waarin beleggers rekening houden met de beleidsrisico's van de klimaatverandering. De drie onderzoekers hebben beoordeeld of die risico's zijn ingeprijsd op de Europese aandelenmarkt. Hiervoor analyseerden ze de relatieve aandelenrendementen van bedrijven met een hoge versus een lage CO₂-uitstoot aan de hand van 1.555 Europese bedrijven over de periode 2005-2019.

Enkele conclusies van het onderzoek:

- Beleggers lijken geen rekening te houden met klimaatbeleidsrisico's, aangezien ze geen extra vergoeding vragen voor investeringen in bedrijven met een hoge CO₂-uitstoot.
- Het Akkoord van Parijs had een positieve invloed op de aandelenrendementen van bedrijven met een hoge CO₂-uitstoot, wat duidt op een geleidelijke verschuiving naar het inprijzen van klimaatbeleidsrisico's.
- Overheden zullen mogelijk ambitieuzere klimaatbeleidsmaatregelen moeten aankondigen als ze willen dat kapitaal wordt gealloceerd naar bedrijven met een lage CO₂-uitstoot.



De Oostenrijkse School als leidraad

Op zijn laatste werkdag als Hoogleraar Complexiteit en Onzekerheid in Financiële Markten en Instituties aan de Rijksuniversiteit Groningen sprak Financial Investigator met Lex Hoogduin over zijn interpretatie van de belangrijkste economische theorieën. ‘Ik ben tot de conclusie gekomen dat de Oostenrijkse School het beste bij mij past.’

Door Harry Geels

Er zijn verschillende economische systemen en scholen. Wat zijn de belangrijkste en hoe verhouden die zich tot elkaar?

‘Ik zou de beantwoording van deze vraag graag aanvliegen vanuit de drie grote macro-economische stromingen, te beginnen met de Keynesiaanse revolutie in de jaren dertig van de vorige eeuw. Op de keper beschouwd werd met Keynes de macro-economie als wetenschap geboren. Natuurlijk was er de klassieke school, bestaande uit onder andere de theorieën van Adam Smith en David Ricardo uit de 18e en 19e eeuw, maar die werd destijds gezien als een algemene economische school. Aan het eind van de 19e eeuw vond de marginalistische revolutie plaats, die de aandacht op het individu richtte. Met varianten op die neoklassieke school gingen we de jaren dertig van de vorige eeuw in. De mainstream macro-economie, die met de ideeën van Keynes in de jaren dertig voor het eerst vorm kreeg, ging de economie in modellen vatten en vormde de basis voor monetair en begrotingsbeleid. De these daarbij was dat de overheid met monetair en budgettair beleid voor (herstel van) volledige werkgelegenheid kan en moet zorgen. Als reactie op de Keynesiaanse visie dat de markteconomie niet automatisch voor volledige werkgelegenheid zorgt, ontstond het neoliberalisme. Dit gaat ervan uit dat markten goed werken, maar niet perfect zijn. Imperfecties moeten door overheidsbeleid worden gecorrigeerd. Dat gaat bijvoorbeeld om het bestrijden van monopolies en het beprijzen van externe effecten. Het mag duidelijk zijn waarom de jaren dertig de voedingsbodem waren voor het ontstaan van de Keynesiaanse macro-economie en het neoliberalisme. Men vond dat het kapitalisme faalde. Wat betreft het monetaire beleid was de visie vanaf de Keynesiaanse revolutie dat het monetaire beleid op de korte termijn macro-economische onevenwichtigheden in de reële economie kan bestrijden, maar dat het op de lange termijn neutraal is, dat wil zeggen: alleen van invloed op de inflatie, ofwel dat inflatie uiteindelijk een monetair fenomeen is. De achterliggende vrees in het gedachtegoed van Keynes en de macro-economische, Keynesiaanse scholen is dat er steeds vraagtekorten optreden en dat de centrale banken en overheden die steeds moeten wegwerken. De kans hierbij is overigens

dat er dan te veel vraag wordt opgewekt. Dat bewijst de praktijk ook regelmatig. Kijk maar naar de jaren zeventig en het meer recente post-coronatijdperk.

Nog even een stapje terug, de Keynesiaanse School kreeg toch ook weer navolging?

‘Inderdaad, het ging daarbij vooral om de vraag wat Keynes eigenlijk bedoelde met zijn nieuwe theorie. Laten we beginnen bij John Hicks, bekend van het IS=LM-model uit 1937. Zijn verklaring voor het niet goed functioneren van markten was dat prijzen en lonen niet voldoende flexibel waren. Zijn model is nog decennialang verder ontwikkeld. Hicks heeft de basis gelegd voor wat tegenwoordig het mainstream Keynesianisme is. Al snel stonden ‘leerlingen’ van Keynes op die stelden dat het bij Keynes niet gaat om te weinig flexibele lonen en prijzen, maar om het effect van het moeten beslissen bij fundamentele onzekerheid. Vertrouwen is echter broos omdat de toekomst per definitie onbekend is. Geld is een psychologisch ruilmiddel met de toekomst. Zakt het vertrouwen in, dan gaan mensen oppotten en als, vice versa, het vertrouwen toeneemt, dan durven ze weer te investeren en te besteden. In het eerste geval neemt de werkloosheid toe, in het tweede geval neemt die af. Voor de duidelijkheid: gebrek aan vertrouwen is geen marktperfectie, maar iets dat zich altijd kan voordoen, omdat de toekomst nu eenmaal in onzekerheid is gehuld. Er kan zich altijd een vraagtekort voordoen en de overheid moet dat gat vullen om een recessie en werkloosheid te voorkomen. Deze stroming wordt de Post-Keynesiaanse School genoemd. Die school legt ook de nadruk op imperfecte concurrentie, gedreven door machtsverhoudingen in de kapitalistische economie. Daarmee werd een brug gebouwd naar de institutionele en marxistische economie. Er wordt daarbij een fundamentele tegenstelling tussen de belangen van arbeid en kapitaal gezien. Inflatie is geen puur monetair fenomeen, maar een institutioneel fenomeen, beïnvloed door machtsverhoudingen. De Moderne Monetaire Theorie (MMT) past in de Post-Keynesiaanse School. Hetzelfde geldt voor de recente aanbodinflatietheorie van Isabella Weber. Daarin kunnen bedrijven op grond van hun (tijdelijke) machtspositie de kosten niet alleen doorrekenen als deze stijgen, maar zelfs hun winstmarge

vergroten. Politiek zijn Post-Keynesiaanse economen links.’

Welke school spreekt u het meeste aan en waarom?

‘We zijn nog niet klaar met ons helikopterperspectief van de economische stromingen. Er is al vóór Keynes, in 1871, een andere school ontstaan als onderdeel van de eerdergenoemde neoklassieke stroming: de zogenoemde Oostenrijkse School. De grondlegger van deze school is Carl Menger. Hij kreeg navolging van Eugen von Böhm-Bawerk en Friedrich von Wieser. Daarna kwamen de nog altijd bekendste vertegenwoordigers van deze stroming: Ludwig von Mises en Friedrich Hayek. Deze school is fundamenteel verschillend van alle op Keynes geënte theorieën, door te veronderstellen dat ongeremd werkende markten geen langdurig onvrijwillige werkloosheid kennen en door uit te gaan van het ‘methodologisch individualisme’. We kunnen de economie en de processen daarin alleen maar begrijpen door individuen te bestuderen, in plaats van macro-economische aggregaten. Volgens de Oostenrijkse School is het menselijk bestaan onderhevig aan een beperkt aantal constanten. Von Mises stelde dat er bij mensen altijd sprake is van onrust en dat hun situatie nooit perfect is. Hieruit volgt het gegeven dat mensen ‘handelende’ wezens zijn. Dat wil zeggen dat ze intentioneel acteren en steeds proberen hun onrust te verminderen en hun positie te verbeteren. Een tweede gegeven is dat mensen verschillend zijn langs meerdere dimensies, zoals kennis en voorkeuren. De methode van de Oostenrijkers is om uit deze gegevens door te redeneren en er nieuwe stellingen van af te leiden, als een soort toegepaste logica. Een zo’n stelling is de Law of Association, die stelt dat mensen beter worden van specialisatie en vrijwillige ruil. Het doet begrijpen hoe een markteconomie en de beschaving zich hebben kunnen ontwikkelen, omdat mensen al ‘handelend’ dit hebben ontdekt. Je proeft in de Oostenrijkse School verwondering over hoe een steeds >



Lex Hoogduin

Lex Hoogduin is Emeritus Hoogleraar. Aan de Rijksuniversiteit Groningen doceerde hij Monetaire Economie, Complexiteit en Onzekerheid. Eerder was hij onder andere Directielid bij de Nederlandsche Bank, Chief Economist van Robeco, Voorzitter van het bestuur van LCH. Clearnet, en adviseur van Wim Duisenberg, de eerste president van de ECB.

‘De Oostenrijkse School laat zien dat er in het kapitalisme geen fundamenteel conflict bestaat tussen de verschillende klassen.’

welvarender wordende maatschappij zich kan ontwikkelen, zonder centrale sturing. De school gaat niet uit van perfecte mensen of een perfecte wereld. Maar het vrije marktmechanisme levert volgens deze theorie in ieder geval drie dingen op: voortdurende verbetering van producten, verlaging van de kosten, en dat prijzen in de hele wereld, door samenwerking, naar een gelijk evenwicht tenderen. Het marktmechanisme is niet ontworpen, maar ontstaan door handelende individuen die allemaal hun eigen belangen nastreven, met als onbedoeld effect dat ze een marktorde creëren.

Voor het goed functioneren van het marktmechanisme is een niet of nauwelijks groeiende geldvoorraad een essentiële voorwaarde. Historisch gezien werd dit mogelijk gemaakt door de rol van goud (de gouden standaard) en/of zilver als geld. Een goed werkend prijsmechanisme aggregereert informatie en stemt vraag en aanbod op elkaar af. De overheid kan zich beperken tot het verzekeren van vrij- en zekerheden, zoals (contract)vrijheid, recht van eigendom en veiligheid. De Oostenrijkse School is een wetenschappelijke school, maar het mag geen verwondering wekken dat de meeste beoefenaren ervan politiek gezien klassiek liberalen of conservatief liberalen zijn.

En hoe zit het met inflatie in de Oostenrijkse School?

‘Inflatie had, voordat het Keynesiaanse denken zijn intrede deed, een andere definitie dan nu: een vergroting van de geldhoeveelheid. Eén van de effecten van een vergroting van de geldhoeveelheid is dat alle prijzen na verloop van tijd de

neiging hebben te gaan stijgen. Dat is de definitie van inflatie vandaag de dag geworden. De Oostenrijkse School stelt: ‘inflation is a policy’. Met de hedendaagse definitie verschuift het antwoord op de vraag waar inflatie vandaan komt van de centrale bank naar ondernemers, die immers de prijzen verhogen. Zie ook de discussie over ‘graaiflatie’ van dit moment. Het vergroten van de geldhoeveelheid leidt in de Oostenrijkse theorie niet alleen tot een algemene prijsstijging, maar ook tot een verkeerde aanwending van kapitaal en arbeid, met onhoudbare groei en een onvermijdelijke recessie als gevolg.’

Welke analyse heeft de Oostenrijkse School van het socialisme?

‘De Oostenrijkse School heeft het socialisme, dat wil zeggen het publiek eigendom van de productiemiddelen, diepgravend geanalyseerd en geconcludeerd dat het socialisme niet kan werken en tot dictatuur en chaos leidt, en wel om drie hoofdredenen:

1. Economische calculatie en rationeel beslissen is onmogelijk in een socialistische maatschappij.
2. Het is ondoenlijk voor een centrale planner om gebruik te maken van alle noodzakelijke kennis en informatie, omdat die zeer verspreid is over alle mensen in de samenleving.
3. Er is een onjuist mensbeeld. Dat mensen doelgericht voortdurend op zoek zijn naar verbetering van hun positie en daardoor worden gemotiveerd, en dat mensen van nature ongelijk zijn, wordt ontkend.

De Oostenrijkse theorie heeft geen opvatting over het streven naar gelijkheid. Ze neemt de doelen en waarden van mensen (en dus ook van socialisten) als gegeven aan. De Oostenrijkse econoom laat door logisch redeneren zien dat gelijkheid niet te bereiken is door het socialisme in te voeren, maar dat pogingen dat toch te doen tot geweld en chaos leiden. De analyse van de Oostenrijkse School laat ook zien dat er in het kapitalisme geen fundamenteel conflict bestaat tussen de verschillende klassen, zoals het Marxisme betoogt. Vrijwillig tot stand gekomen arbeidscontracten zijn in het belang van werkgever en werknemer. Kapitaalaccumulatie leidt tot hogere lonen en winsten.’

‘Het vrije marktmechanisme levert volgens de Oostenrijkse School in ieder geval drie dingen op: voortdurende verbetering van producten, verlaging van de kosten, en dat prijzen in de hele wereld door samenwerking naar een gelijk evenwicht tenderen.’

Waarom is het socialisme de afgelopen eeuw dan toch steeds weer populair geweest?

‘Mensen, vooral intellectuelen (waaronder opiniemakers), geloven liever in de maakbare samenleving dan in de onzichtbare hand van de vrije markt. Waarschijnlijk hebben mensen ook behoefte aan houvast, een Vadertje Staat die voor hen Utopia bouwt. Het voelt ook onrechtvaardig dat sommige mensen alles mee hebben en anderen niets. Dat moet de overheid dan maar corrigeren. Ik ben overigens pas na een lange worsteling – via aanvankelijk het mainstream macro-economische denken – tot de conclusie gekomen dat de Oostenrijkse School het beste bij mij past. Ik heb in de tussentijd ook nog naar een synthese tussen de scholen gezocht, maar die heb ik niet gevonden.’

De laatste tijd wordt in het kader van de klimaattransitie veel geschreven over ecosocialisme, ook wel post-growth of degrowth genoemd. Hoe plaatst u dat bij de systemen en stromingen die we eerder hebben besproken?

‘Ik kijk vooral als econoom en wetenschapper naar de klimaatdiscussie. Het is bijzonder dat men denkt dat door een doelstelling van ‘net zero’ in 2050 vast te leggen, mensen en bedrijven zouden weten wat ze moeten doen. En dat ze, als ze niet voldoende doen, moeten worden aangepakt. De net zero-doelstelling in 2050 impliceert een complete verbouwing van het energiesysteem, en daarmee ook van de hele economie, in minder dan dertig jaar. Dat is een onmogelijke opgave, zelfs een denkfout. Er is geen blauwdruk van hoe de maatschappij er in 2050 precies uit moet zien en volgens welk pad daar te komen. Net zero in 2050 is een ultieme vorm van maakbaarheidsdenken. In het huidige economische systeem kunnen we de doelstelling ook niet realiseren. Hoe dan wel? Degrowth? De vraag is ook hier hoe dat er precies uit moet zien. Verder heeft dat grote gevolgen voor de herverdeling van vermogen en het recht op eigendom, met heel ongewisse en potentieel ook voor de maatschappij destructieve gevolgen. Groene groei? Ook hier is de vraag hoe die er precies uitziet.’

‘De net zero-doelstelling in 2050 impliceert een complete verbouwing van het energiesysteem, en daarmee ook van de hele economie, in minder dan dertig jaar. Dat is een onmogelijke opgave, zelfs een denkfout.’

Het lijkt het verstandigste de doelstelling van net zero in 2050 los te laten en de focus van het beleid te leggen op aanpassing aan klimaatverandering, innovatie en de transitie naar een CO₂-arm energiesysteem in een behapbaar tempo. Subsidies zouden moeten worden afgeschaft en de ‘vervuiler’ zou zo veel mogelijk moeten betalen. Daarmee wordt maximaal ingezet op marktwerking bij het vormgeven van de energietransitie. Er wordt zo voorkomen dat de energietransitie spaak loopt en dat we veel welvaart verliezen en de democratische rechtsstaat op het spel zetten door overmoedig te denken dat de overheid de samenleving en de economie van 2050 nu kan plannen. Let wel, ik ontken niet dat het klimaat verandert en ook niet dat onze uitstoot van broeikasgassen daarin een rol speelt. Wel meen ik uit de rapporten van het IPCC en ander wetenschappelijk werk op te kunnen maken dat er geen reden is om deze eeuw een existentiële crisis voor de mensheid te moeten vrezen als de CO₂-uitstoot wereldwijd in 2050 netto niet tot nul is teruggebracht of de temperatuurstijging niet tot 2 graden beperkt blijft.’

Welke rol ziet u voor uzelf bij al deze ontwikkelingen?

‘Ik heb geen politieke ambities. Ik blijf vooral uitdragen wat ik de afgelopen vijftig jaar denk te hebben geleerd. Ik maak me zorgen over de polarisatie. Ik wil graag de inzichten van de Oostenrijkse School onder de aandacht brengen. Er zijn namelijk veel misvattingen over hoe markten écht werken. In discussies worden er vaak onterechte of klakkeloze aannames gedaan. Er wordt verder helaas ook aan de poten van de democratie en vrijheid gezaagd.’ ■

IN HET KORT

De Keynesiaanse en Post-Keynesiaanse School richten zich vooral op de macro-economie en kennen een belangrijke rol toe aan de overheid.

De Oostenrijkse School gaat uit van het individu en van de veronderstelling dat het individu, uit onvrede over zijn situatie, zijn positie steeds probeert te verbeteren.

Volgens de Oostenrijkse School zorgt het vrije markt-mechanisme voor voortdurende verbetering van producten, verlaging van kosten en evenwichtige prijzen.

De doelstelling van net zero in 2050 is niet reëel en gaat te veel uit van maakbaarheidsdenken.

Er moet maximaal worden ingezet op marktwerking bij het vormgeven van de energietransitie. Subsidies moeten worden afgeschaft.



Grote rol voor real assets in een toekomstbestendige beleggingsportefeuille

‘Met real assets kan concreet worden ingespeeld op megatrends die uiteindelijk de fundering zullen leggen onder solide rendementen.’ Dat stelt Luc Joosten, Managing Director van a.s.r. real assets investment partners. Financial Investigator ging met hem in gesprek over een asset class die zich in toenemende mate in belangstelling van beleggers mag verheugen.

Door Jan Jaap Omvlee Fotografie Kees Rijken

Steeds meer institutionele beleggers oriënteren zich op real assets in de zoektocht naar hogere yields, een grotere spreiding en een verbeterd risico-rendementsprofiel. Real assets zijn fysieke assets waarin belegd kan worden, waarbij het voornamelijk gaat om vastgoed en infrastructuur, maar bijvoorbeeld ook om bosbouw en agricultuur, zo licht Luc Joosten toe. ‘Traditioneel hebben real assets de volgende meerwaarde: ze zijn een return driver en ze genereren over het algemeen stabiele en voorspelbare cashflows die inflatiegerelateerd zijn, wat ze erg aantrekkelijk maakt voor institutionele partijen. En real assets zijn een diversifier. Door real assets toe te voegen aan een portefeuille wordt het risico-rendementsprofiel op totaalniveau verbeterd.’

Kijkend naar de toekomst en als aanvulling op een portefeuille, welke bijdragen leveren real assets?

‘Met real assets kan heel concreet worden ingespeeld op megatrends die uiteindelijk de fundering leggen onder solide rendementen. Denk aan demografische trends zoals urbanisatie, vergrijzing, veranderingen in omvang en samenstelling van huishoudens, vertaald in vastgoedstrategieën, of de digitaliseringstrend vertaald in infrastructuurproposities. We zien ook steeds meer strategieën die juist een cross-over zijn tussen verschillende real assets-categorieën. Denk daarbij aan sociale infrastructuur zoals ziekenhuizen en bibliotheken, die zowel kenmerken van vastgoed als infrastructuur hebben. Of investeringen in infrastructuurplatforms die ook vanuit private equity-perspectief bekeken moeten worden. Dat is de reden dat wij als organi-

satie een totale real assets-benadering toepassen, zodat we de samenhang tussen real assets-categorieën goed zien en er geen nieuwe proposities tussen wal en schip vallen.’

Kan er binnen real assets concreet invulling worden gegeven aan Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB)?

‘Jazeker, deze trend is over de afgelopen jaren bij institutionele partijen steeds sterker geworden. Denk aan investeringen in renewables, zoals wind, zon en energie-opslag, of betaalbare huisvesting. Deze trends zijn al erg zichtbaar, maar met real assets kun je ook makkelijker inspelen op niches en nieuwe kansen die aan het begin van een trend kunnen staan, zoals diverse livingconcepten als woonzorgconcepten en studentenwoningen, of life sciences. Ook hier kan een duidelijke link met MVB of zelfs het genereren van positieve impact bestaan: de verschillende positieve eigenschappen van real assets worden dan gecombineerd.’

Op welke wijze heeft de Wet toekomst pensioenen (Wtp) invloed op de allocatie naar real assets?

‘Wij verwachten dat de Wtp een positieve invloed zal hebben op de hoeveelheid real assets in de assetmix. Dat komt omdat de ‘straf’ van het Vereist Eigen Vermogen voor dit soort beleggingen gaat verdwijnen in het nieuwe stelsel. Zodoende wordt het voor pensioenfondsen mogelijk om hun risicoprofiel te verhogen wanneer zij dat passend vinden, bijvoorbeeld kijkend naar hun deelnemersopbouw. Zo is voor jongeren het renterisico lager dan voor ouderen, wat de mogelijkheid biedt >

‘Wij helpen onze klanten om te komen tot gebalanceerd ESG-beleid met een concrete vertaling naar real assets.’

om meer risico in de asset mix toe te voegen. Real assets zijn hier erg geschikt voor, omdat ze een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel hebben.

De uitdaging zit in de lagere liquiditeit van real assets. Het is mogelijk om via publieke markten te beleggen in real assets, maar om te profiteren van de unieke kenmerken van real assets moet je dit wel voor de lange termijn doen. Een goede langetermijnvisie is dus noodzakelijk en in een evenwichtig samengestelde portefeuille is het illiquiditeitsrisico goed te managen.

Het is ook interessant om naar andere landen te kijken, zoals Australië. Daar heeft men een omvangrijk en hoog aangeschreven pensioenstelsel met zeer veel flexibiliteit voor deelnemers, wat duidelijke overeenkomsten vertoont met ons nieuwe stelsel. Hier valt op dat, door te focussen op een koopkrachtig pensioen, er meer aandacht is voor het inflatierisico dan voor het renterisico, waardoor er significant meer kapitaal wordt gealloceerd naar private real asset-markten, zoals vastgoed en infrastructuur. Een langere historie met betrekking tot beleggen in real assets, en zodoende meer comfort met de asset class, zorgt voor allocaties tot wel 30%.

Wereldwijd actief zijn, is sowieso iets wat ons ook bij het formuleren van beleggingsstrategieën helpt. Markt- en sectorontwikkelingen kunnen per regio verschillen, maar door onze wereldwijde scope kunnen we trends vroegtijdig herkennen, goed duiden en vertalen naar een andere context. Op die manier trachten we marktinefficiënties te identificeren waardoor we aantrekkelijke risk adjusted returns kunnen maken voor onze klanten.’

Hoe speelt u met real assets in op belangrijke aandachtspunten van klanten?

‘Wij zijn op het gebied van real assets sparringpartner voor onze klanten, bijvoorbeeld met betrekking tot de omzetting naar het nieuwe pensioenstelsel en de impact die dit heeft op de beleggingsportefeuille. We proberen de juiste randvoorwaarden te scheppen, comfort te bieden en te ontzorgen. Om zo goed mogelijk invulling te geven aan de behoefte, passen we een totale real assets-benadering toe. Zoals gezegd doen we dit omdat er duidelijke samenhang is tussen de diverse real assets-

categorieën en er steeds meer cross-overs ontstaan met kenmerken van meerdere categorieën, zoals vastgoed, infrastructuur en

private equity. We hebben er dan ook bewust voor gekozen om alle real assets-dienstverlening vanuit één afdeling te laten plaatsvinden, namelijk a.s.r. real assets investment partners. Op die manier bereiken we kennis synergie, borgen we de expertise en zorgen we ervoor dat we de overeenkomsten en verschillen tussen de categorieën goed zien en begrijpen. Real assets zijn een specialisme en vragen per definitie om actief management. Dat is ook de reden waarom klanten ervoor kiezen om deze werkzaamheden bij een partij zoals die van ons onder te brengen en niet bij een overkoepelende fiduciair. Want veel meer dan bij andere beleggingscategorieën bepalen de onderliggende assets het rendement, waardoor een specialistische blik noodzakelijk is.

Om rendement en cashflows te beschermen en te optimaliseren is diepgaande kennis van deze assets noodzakelijk. Is de locatie goed? Is de kwaliteit in orde? Wordt CapEx op het juiste moment gedaan? Et cetera. Door actief management is het ook mogelijk om bij te sturen wanneer zaken anders lopen dan verwacht. We bieden maatwerk aan onze klanten, maar onze omvang leidt ook tot schaalvoordelen, wat zich vertaalt in lagere kosten. Door kapitaalaggregatie zijn wij bijvoorbeeld in staat om met managers fee-kortingen af te spreken die klanten op individuele basis niet zouden krijgen. Dat leidt voor hen tot aanzienlijke jaarlijkse besparingen.’

Op welke wijze geeft u invulling aan ESG/ impactdoelstellingen in relatie tot real assets?

‘Onze moedermaatschappij is meermaals opgenomen in verschillende vooraanstaande indices van S&P, waarmee we behoren tot de top van duurzame bedrijven in Europa en wereldwijd. Op een maatschappelijk verantwoorde manier beleggen zit bij ons dus in de genen. ESG is zeer belangrijk omdat de gebouwde omgeving goed is voor circa 40% van de CO₂-emissies wereldwijd. Onze klanten zijn zich goed bewust van de maatschappelijke rol die zij spelen en de verwachtingen die hun achterban heeft bij het beleggen van hun pensioengelden of verzekeringpremies. Wij helpen hen om te komen tot gebalanceerd ESG-beleid met een concrete vertaling naar real assets en het afleggen van verantwoording daarover.

‘Door real assets toe te voegen aan een portefeuille wordt het risico-rendementsprofiel op totaalniveau verbeterd.’

CV

Luc Joosten



Luc Joosten is sinds september 2022 Managing Director van a.s.r. real assets investment partners, dat beleggingsdiensten levert aan een brede klantenbasis van institutionele beleggers, waarbij de focus van de portefeuille met een omvang van € 11 miljard ligt op vastgoed- en infrastructuur-investeringen in Europa, Noord-Amerika en Azië-Pacific. Joosten is sinds 2012 werkzaam bij a.s.r. real estate en was eerder Hoofd Fund Management en Fund Director voor het ASR Dutch Science Park Fund.

geld van a.s.r. als kapitaal van derden op basis van individuele maatwerkmandaten. Omdat we zelf on-

Engagement is een onmisbare schakel in dit geheel. Doelstellingen moeten gehaald worden en uiteindelijk zijn het de lokale managers waarin onze klanten belegd zijn die het moeten doen. Door onze omvang zijn we in staat effectief engagement uit te voeren, waarbij we managers helpen door de kennis die we hebben te delen, maar ook door countervailing power te leveren. Zo hebben we per belegging de beschikking over een zogenoemd Data Factsheet dat inzicht biedt in de mate waarin assets op koers liggen voor de Parijs-doelstellingen en maken we gebruik van een Climate Risk Tool om een scherp beeld te krijgen van de aanwezige klimaatrisico's in alle portefeuilles waarin wij beleggen of potentieel zouden willen beleggen.

Het genereren van positieve impact door middel van investeringen krijgt steeds meer aandacht van onze klanten. Impact investing onderscheidt zich van een reguliere ESG-strategie doordat er sprake is van één of meerdere op zichzelf staande ecologische of maatschappelijke doelen, in aanvulling op gangbare risico-rendementsdoelstellingen. Real assets zijn bij uitstek geschikt om invulling te geven aan impactdoelstellingen, bijvoorbeeld door actief bij te dragen aan de leefbaarheid van bepaalde plekken. Daarvoor maken we gebruik van het door ons intern ontwikkelde Impact Investing Framework. Met dit raamwerk kunnen we voor klanten een op maat gemaakte impactstrategie ontwikkelen in relatie tot real assets, waarbij de intentie van de klant om op een bepaald vlak een positieve bijdrage te leveren, het uitgangspunt is. Deze intentionaliteit is van groot belang, want anders is er geen sprake van impact investing. Verder wordt dit framework gebruikt om tot duidelijke doelstellingen en KPI's te komen, zodat er gemonitord kan worden of de beoogde impact ook daadwerkelijk wordt bereikt.

Wat maakt jullie organisatie onderscheidend vergeleken met andere aanbieders?

'Als onafhankelijke partij investeren we zowel balans-

derdeel uitmaken van een institutionele investeerder snappen we de context en behoeftes van onze institutionele klanten. We zijn onderdeel van een grote vermogensbeheerder met alle resources die daarbij horen. We begrijpen dus de positie van real assets in de context van totaal vermogensbeheer, maar zijn tegelijkertijd een specialist omdat het investeren in real assets daarom vraagt.

We hebben de afgelopen jaren forse stappen voorwaarts gezet. We zijn gestart met indirect beleggen voor a.s.r. en hebben daardoor veel kennis opgedaan van de beleggingsvoorkeuren en restricties van verzekeraars, maar ook van de door hen aangeboden pensioenproducten. In 2022 is Sweco Capital Consultants overgenomen en geïntegreerd in onze organisatie. Door hun achtergrond binnen een ingenieursbedrijf is een extra kennislaag toegevoegd, zowel op specialistisch en technisch vlak als ook omtrent cashflows en operational due diligence.'

Wat betekent de integratie met Aegon Nederland?

'Met Aegon Nederland erbij zet a.s.r. real assets investment partners weer een volgende stap. De real assets van Aegon Nederland zullen door ons gemanaged worden, wat leidt tot nog meer schaal- en efficiencyvoordelen, zoals meer assets en een groter team. Het stelt ons ook in staat om nóg actiever te zijn, bijvoorbeeld door als cornerstone investor namens één of meerdere klanten producten mogelijk te maken samen met fonds- en assetmanagers. Dit hebben we reeds eerder gedaan, zoals bij een impactfonds met een externe manager waarbij we aantrekkelijke fee-voorwaarden uitonderhandelden voor al onze klanten. We kunnen dus nog meer nadruk leggen op het verbeteren van onze klantpropositie, waardoor we nog meer waarde voor klanten kunnen toevoegen.' ■

'We bieden maatwerk aan onze klanten, maar onze omvang leidt ook tot schaalvoordelen, wat zich vertaalt in lagere kosten.'

De tijdgeest is risico-avers

Beleggen is als Monopoly spelen: je moet kansen en mogelijkheden zien en goede besluiten nemen. Financial Investigator sprak met Wouter Weijand, CIO van Providence Capital.

Door Lies van Rijssen

'Pierson was voor mij een mooie leerschool. In augustus 1983, op de kop af veertig jaar geleden, maakte ik daar op het economisch bureau kennis met de beleggingswereld. Het waren de jaren van herstel van financiële markten na de rentestijgingen in de jaren zeventig. Veel mensen die eerder in de effectenbranche hadden gewerkt, waren afgevloeid. Ik was aangenomen om de beleggingskant te ondersteunen en werd secretaris van het Investment Committee. Een jaar later mocht ik zelf aan de slag en me in het hele beleggingsspectrum gaan verdiepen.

Ik vergelijk ons vak graag met Monopoly. Je krijgt bij de start geld mee om een portefeuille op te bouwen, terwijl je kansen en risico's voortdurend veranderen. Daarbij heb je een aantal strategische keuzes te maken, want je moet vooruitkijken. Saai wordt dit vak nooit. Een crisis lijkt zelden op de vorige, of die nu financieel, economisch of (geo)politiek van aard is.

Ik heb op veel onderdelen van het vermogensbeheer gewerkt, institutioneel en particulier, en daarbij een reeks van specialistische functies vervuld. Vroeger werd je als generalist opgevoed: zowel obligaties als aandelen als onroerend goed vormden je werkterrein.

Tegenwoordig is dat niet meer gebruikelijk. De consultants die vanaf 1996 uit Londen naar de Nederlandse banken kwamen overwaaien, verwierpen dat generalistische idee. Je had specialisten nodig! Banken gingen vanuit dat nieuwe idee reorganiseren. Ik had toen al zo'n dertien jaar in het vak gewerkt en moest me gaan toelagen op één

enkele asset class. Ik besloot me na verloop van jaren in steeds weer een andere asset class te gaan verdiepen. Uiteindelijk heb ik zo het overzicht en de ervaring opgebouwd om mijn huidige, brede rol als CIO te kunnen vervullen.

In het beleggersvak is 'ouderdom', oftewel veel beleggingservaring, een plus. Je hebt ook meestal de tijd om keuzes te maken. Dat is niet overal in ons vak zo. In een dealing room moet je snel besluiten nemen en posities innemen voor vaak korte periodes. Op de optiebeurs moet je heel snel rekenen. Dat vraagt om een jonge geest van niet ouder dan 25-30 jaar. Met 35 ben je voor dat vak vaak al te oud. Voor het werk van ons team ligt dat anders: wij hebben een langere horizon, zijn meer bezig met strategische besluitvorming en hoeven ons niet te richten op wat morgen geld moet opleveren.

De meest opvallende ontwikkeling op de financiële markten tot nu toe was voor mij de bankencrisis tijdens en volgend op de financiële crisis van 2007/2008. Door de issues van toen hebben we nu te maken met een risico-averse tijdgeest. Bij mijn oude werkgever ABN AMRO werken nu zo'n 2.500 mensen op het gebied van risk en compliance op een personeelsbestand van 16.000. Vroeger was die verhouding enkele honderden compliance officers op 100.000 medewerkers. Risico-aversie ontstaat onder meer door zware toezichtsacties als het op dossiers misgaat. Denk aan witwasaffaires waarvoor klanten banken misbruik-

'Toen de financiële markten in de tweede helft van de jaren '80 steeds enthousiaster werden, zag ik daarvoor geen rationele basis. De hoge koersen wezen naar mijn idee vooral op inhaligheid.'

CV

Wouter Weijand



Macro-econoom Wouter Weijand begon zijn werkzame leven als belegger in 1983 bij Pierson. In 1989 stapte hij over naar de ABN, waar hij research- en PM-functies bekleedde. Binnen het latere ABN AMRO Asset Management was hij onder meer Head of Euro Fixed Income, Global Head of Property en Global Head High Income Equity. Ook na de overname door Fortis en later weer door BNP Paribas hield hij laatstgenoemde functie. Sinds 2016 is Weijand Chief Investment Officer bij Providence Capital NV.

ten. Dit heeft een steeds strenger toezicht op en een steeds bangere houding bij banken in de hand gewerkt. In dat klimaat zijn compliance officers, al hun goede bedoelingen ten spijt, degenen geworden die bepalen welke producten banken wel of niet voeren. Dus ook tot welke producten wij als beleggers uiteindelijk wel of geen toegang krijgen.

Begrijp me goed, in de crisis van 2007/2008 bleek er heel veel mis te zijn bij banken. Ik wijs alleen op de lange doorwerking van het dempen van de put nadat het kalf verdronken was.

Overall hebben overheden na de crisis ingegrepen, waardoor banken inmiddels weer vet op de botten hebben en hun reserves verdubbeld zijn. Gelukkig maar. Die risicoaversie heeft de ondernemende rol die banken hadden in de samenleving doen verdwijnen. De banken zijn de banken niet meer, de bankiers niet de bankiers: de riskmanager van ING werd de CIO, ABN AMRO wordt geleid door een accountant. Politici kijken als alternatief naar de digitale euro. 'Laat iedereen bankieren bij de centrale bank', hoor je zeggen, 'dan ben je niet meer afhankelijk van een private bank.' Maar als een private bank geen deposito's meer heeft, dan bestaat die private bank straks niet meer. En we hebben die banken wél nodig. De overheid heeft een deel van het bankwezen overgenomen. Dat is niet de bedoeling geweest, het had bij noodstappen moeten blijven. Nu is de rol van de banken ver in het defensief gedrongen.

Als investmentteam moeten we samen strategische

keuzes maken, oftewel: in het belang van onze klanten het Monopolyspel zo goed mogelijk spelen. Daarbij stellen wij onszelf vragen over allerlei thema's. Geloven we dat de rente nog hoger wordt? Hoeveel renterisico willen we nemen? Wat is het risico van toenemende inflatie? Welke beleggingsproducten kiezen we? Welke actieve fondsmanagers selecteren we daarbij en waarom die? Of kiezen we voor passief beleggen via een index? Willen we nog in staatsobligaties beleggen, of liever in onderhandse leningen, private equity, infrastructuur? Onze klanten vertrouwen ons hun beleggingstegoeden toe en wij moeten proberen goede afspraken te maken over de soorten beleggingen die wij voor ze mogen doen en de risico's die we daarbij mogen nemen. Daar komen ook duurzaamheidsaspecten bij kijken, net als sociale aspecten en governance-issues.

Als beleggers kiezen wij geen individuele aandelen uit, maar 'mandjes' met aandelen, obligaties, et cetera. Fondsmanagers kiezen we wel. Die verdiepen zich namens ons in zaken zoals de diversiteit bij de besturen van de achterliggende bedrijven: is de directie evenwichtig samengesteld? Hoe staat men tegenover de omgang met andere culturen, minderheden, vrouwen, seksuele voorkeuren?

We maken afwegingen over de duurzaamheid van onze beleggingen en selecteren alleen fondsmanagers die voldoende rekening houden met de eisen in ons ESG-profiel. We kiezen voor fondsen die niet alleen artikel 6-, maar ook artikel 8- en 9-fondsen volgens de SFDR-wetgeving zijn. We selecteren op diverse aspecten van duurzaamheid, zonder daarbij overigens direct een duurzame status te claimen. >

'De overheid heeft een deel van het bankwezen overgenomen. Dat is niet de bedoeling geweest, het had bij noodstappen moeten blijven. Nu is de rol van de banken ver in het defensief gedrongen.'

‘Als het management van een financiële instelling niet integer is, wie je ook bent en wat je ook doet, dan is het afgelopen met je.’

Vraag je naar diversiteit binnen ons eigen team, dan kan ik er niet omheen dat ons bedrijf destijds is opgezet door zeven mannen. Ons family office telt tien medewerkers. Twee daarvan, vrouwen, hebben de leiding. Deze juristen met een notariële achtergrond en ervaring op financiële markten waren gewoon de beste mensen die we voor deze job konden vinden. Ons investmentteam, dat mij op een bepaald moment als CIO opnam, bestaat geheel uit mannen. Vrouwen hebben nog niet echt kunnen instromen, want het verloop bij ons is heel laag. Niettemin stel ik vast dat ons team een diverse club is waar vraagstukken vanuit verschillende invalshoeken worden belicht voordat we besluiten nemen. We zijn zeker geen macho-omgeving waar risico nemen de boventoon voert. Wij zijn eerder wat aan de voorzichtige kant.

Een belangrijk inzicht dat ik heb opgedaan, heeft te maken met bubbels op financiële markten. De grote krach van 1929 fascineerde me altijd al. Hoewel elke crisis anders is, helpt je ervaring je signalen te herkennen. Toen de financiële markten in de tweede helft van de jaren '80 steeds enthousiaster werden, zag ik daarvoor geen rationele basis. De hoge koersen wezen naar mijn idee vooral op inheligheid. We besloten toen een flink deel van onze aandelenrisico's af te dekken en zijn die periode goed doorgekomen met onze klanten.

Overigens kunnen centrale banken die de inflatie niet zien aankomen en te laat reageren, of juist overdrijven met jarenlange negatieve rentes, ook bubbels veroorzaken.

Als het management van een financiële instelling niet integer is, wie je ook bent en wat je ook doet, dan is het afgelopen met je. Mijn bazen bij Pierson waren bijzonder integere mensen die, waar het compliance en de omgang met het geld van klanten betrof, een zero tolerance-beleid voerden, lang voordat dit zo genoemd werd. Als je een misstap maakte, vloog je eruit. Later in mijn loopbaan, tijdens de crisis van 2007/2008, heb ik binnen het bankwezen helaas ook kennisgenomen van een heel andere cultuur. De moraal van sommige topmanagers bleek verbijsterend laag. Hun arrogantie en gebrek aan moraal ligt ten grondslag aan de stagnatie in de rol van de banken nu en

het huidige gebrek aan durf en innovatiemogelijkheden. De maatschappelijke impact van die risico-aversie is verstrekkend.

Toen ik jong was, had het beheren van miljoenen van anderen meer impact op me dan tegenwoordig. In latere banen werd ik in teamverband verantwoordelijk voor miljarden, van instituten, beleggingsfondsen en nu van particulieren. De uitdaging van mijn werk zit allang niet meer in de getallen. Het gaat erom dat je met je team procentueel goed presteert voor je klanten. Je moet laveren op het Monopolybord. Soms meer en soms minder gas geven.

Dat is je strategische uitdaging. En je moet kunnen relativeren. Dus ook zaken van je af kunnen zetten. De dag beginnen met een stukje zwemmen of fietsen helpt mij daarbij.

De inhoud van mijn werk blijft me boeien en motiveren, het vak zelf én de macro-economische en maatschappelijke omgeving. Ik houd van het gepuzzel dat bij dit spel hoort. Ik ben inhoudelijk gefocust, maar heb ook plezier in de klantrelaties en educatieve kanten van mijn vak. Ik vind het leuk om bij klanten thuis, vaak met wat dozen pizza op tafel, door te nemen wat we doen. Maar ik werk ook graag aan kennisoverdracht aan jongere teamleden.

Inspiratie en ideeën krijg ik van de natuur. Ik heb in Noorwegen een huis in de bergen. Ik werk graag vanuit daar, ook als er anderhalve meter sneeuw voor de deur ligt. Maar zwemmen of fietsen brengt ook inspiratie. Deze zomer fietsten we door het gebied van de Lot, Aveyron en Dordogne.

Ik ben graag onafhankelijk en merk ook dat ik daardoor gaandeweg wat meer moeite krijg met adviesrollen. Liever ben ik in charge om samen met mijn collega's de zaken zo goed mogelijk voor mijn klanten te regelen. Dat mag een vermogensfonds zijn of een particulier.

Het verhaal van het spel en de knikers blijft grotendeels hetzelfde: er is een evenement, je krijgt regelmatig kansen, maar wordt ook aangeslagen voor straatgeld. Je moet telkens een besluit nemen en zorgen dat je onderweg op 'vrij parkeren' en niet in de gevangenis terecht komt. ■

De woningmarkt gaat over meer dan reguleren en investeren

Naast het dwingende WWS voor middenhuur is er nog een aantal wetten in de maak die gericht zijn op het aanpakken van problemen op de woningmarkt. Maar voor welk probleem biedt welke wet nu eigenlijk een duurzame oplossing?

Als gevolg van de val van het kabinet is het nog de vraag of en welke wetsvoorstellen controversieel worden verklaard. Wat géén vraag meer is, is dat alle huidige wetsvoorstellen neerkomen op een complexe balanceract tussen regulering en investering. Kapitaalkrachtige partijen die op een verantwoorde manier maatschappelijk kapitaal kunnen investeren in de kwaliteit en toekomstbestendigheid van de woningmarkt, krijgen te maken met steeds meer maatregelen. Het investeringsklimaat is onzeker, de kosten blijven stijgen en een gematigd maar stabiel rendement raakt steeds verder uit zicht.

Tegelijkertijd is er juist nu daadkracht nodig om te zorgen voor 900.000 nieuwe woningen in de komende jaren. En hiervoor zijn institutionele investeerders met de benodigde langetermijnhorizon harder nodig dan ooit. Zij hebben de financiële capaciteit, de expertise én de ambities om economische en maatschappelijke impact te maken. Juist ook als het gaat om een betaalbare en bereikbare woningmarkt. Deze investeerders steeds meer buiten spel zetten, komt feitelijk neer op grote aantallen woningzoekenden in de kou zetten. Vooralsnog wijst immers alles erop dat steeds verdergaande regulering eerder tot minder dan tot meer woningen zal leiden.

Kans

Dat nieuwe verkiezingen het laatste is waar Nederland op zit te wachten, mag helder zijn. Nu al leidt de val van het kabinet tot nieuwe vertragingen in dossiers die juist snelheid nodig hebben. Maar het is ook een kans. Een kans op een meer integrale en langetermijn-

benadering van de woningmarkt, met de leefomgeving als uitgangspunt. Hierdoor ontstaat ruimte voor alle prioriteiten die voorliggen: van verduurzaming, klimaatadaptatie, leefbaarheid en inclusieve, sociale wijken tot en met bijvoorbeeld mobiliteit. Vanuit die integrale blik leggen we niet alleen de focus op nieuwbouw, maar benaderen we de nieuwbouwopgave in samenhang met de bestaande woningvoorraad. Een opgave met een duidelijke plek voor alle actoren, van overheid en woningcorporaties tot en met de professionele beleggers. En een aanpak die draait om aanvullen in plaats van aanvallen. Want een veel meer holistische visie, die verder kijkt dan alleen de woningmarkt, biedt een pad naar een gezondere en meer evenwichtige toekomst. De val van het kabinet hoeft zo niet alleen een obstakel te zijn, maar kan juist ook een springplank vormen naar innovatieve en inclusieve oplossingen voor de toekomst van Nederland.

Balanceract

In de uitdaging om de woningmarkt gezond en toekomstbestendig te maken, moeten we een balans vinden die maatschappelijk verantwoord en economisch verstandig is. Natuurlijk blijft het noodzakelijk om mafide praktijken en excessen aan te pakken. En ja, het is in ieders belang om te werken aan een strategie die gericht is op financieel én maatschappelijk rendement. Die de bouw van betaalbare woningen bevordert, de duurzaamheid verhoogt, en alle samenwerkingspartners in staat stelt hun essentiële rol te blijven vervullen. Het allerbelangrijkste is echter dat we de focus verbreden en daarmee het beleid. Naar een rijker, hechter en schoner Nederland, zoals het College van Rijksadviseurs al in 2018 schreef in Panorama Nederland. Vanuit een optimistisch en aantrekkelijk toekomstperspectief met de nadruk op de positieve effecten van de noodzakelijke veranderingen waar we voor staan. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Net zero vóór 2050, van ambitie naar praktijk

Door Bouko de Groot Fotografie Peter Putters



Vastgoed heeft de ambitie en de tools om net zero te worden voor 2050. De eerste succesvolle stappen zijn al gezet. Maar vastgoed is geen eiland en de weg naar 2050 is lang. Hoe halen we die finish? De Ronde Tafel Climate Risks in Real Estate besprak de oplossingen.

Vastgoed is verantwoordelijk voor bijna 40% van de CO₂-emissies. Er is daar dus nog veel te doen vóór 2050. Zes experts ontmoetten elkaar in Amsterdam om daaraan eens goed over van gedachten te wisselen, onder de deskundige leiding van Wietse de Vries.

Het politieke doel is om in 2050 net zero te zijn. Hoe vertaalt zich dat naar het ambitieniveau van individuele fund managers en hun inzet voor Scope 1, 2, en 3?

Ingrid Hulshoff: ‘Veel van onze klanten zijn ambitieuzer en willen eerder klaar zijn. Voor hen streven we naar 70% minder CO₂-emissies in 2030. Op dit moment ligt het gemiddelde op circa 40%. We proberen alle partijen in de keten te beïnvloeden: Scope 1, 2, én 3. We kijken zeer zeker ook naar opgeslagen CO₂. We kopen bijvoorbeeld zoveel mogelijk turnkey vastgoed aan dat is gebouwd met biobased hout. Verder informeren we zowel retail als residential huurders actief over het belang om hun CO₂-footprint te verkleinen.’

Dennis van de Pas: ‘De meeste van onze klanten hebben de ambitie om net zero te worden. Voor vastgoed hebben ze de managers geselecteerd die ook die ambitie hebben. Maar de echte toewijding aan de doelen is wat minder uitgesproken dan een paar jaar geleden. Dat komt onder andere omdat er onzekerheid is rond Scope 3-data.’

Bernardo Korenberg: ‘Wij hebben de ambitie om iets eerder Paris Proof te zijn, namelijk in 2045. Ook wij richten ons op Scope 1, 2 én 3 emissies, want duurzaam-

heid is samenwerken in de vastgoedketen. Als vastgoedbelegger en eigenaar van een gebouw kunnen we veel doen voor de energie-efficiëntie van dat gebouw. Je hebt echter ook de huurders nodig om mee te doen en samen te werken om die ambitieuze doelen te bereiken. Daarbij moet je soms van de gebaande paden afwijken. Zo experimenteren we in ons Retail Fund met een zogenaamde CASCO+ huurovereenkomst, waarbij wij als verhuurder eigenaar worden van de installaties. In onze optiek is dat noodzakelijk om de verduurzamingslag in het winkelvastgoed en de ambitieuze doelen voor 2045 te bereiken. Duurzaamheid is niet iets dat je helemaal zelf doet. Het is nauw samenwerken met de huurders en de aanbodzijde van vastgoed. De hele waardeketen moet meedoen.’

Peter van den Tol: ‘Wij kijken aan de operationele kant naar Scope 1, 2, 3 en CRREM-alignment. We richten ons op het bereiken van de einddoelen van CRREM in 2050. Als het mogelijk is om daar eerder te zijn, zijn we daar natuurlijk voorstander van. Maar wat je ambities en doelen voor net zero zijn, hangt heel sterk af van je definitie van net zero. Voor ons heeft het vooral betrekking op het koolstofvrij maken van het vastgoed, en minder op de inkoop van groene energie of het gebruik van compensaties. We kijken ook naar opgeslagen CO₂ en we werken samen met onze managers om te investeren in biobased assets, vooral als het gaat om nieuwbouw.’

Justin Travlos: ‘Naarmate de kennis in de markt groeit, neemt ook het begrip toe van de omvang van de uitdaging waar we voor staan. We leren, terwijl de markt leert. Het is belangrijk te onderkennen dat er, als we het als manager hebben over net zero, grenzen zijn aan wat gedaan kan worden. Zo hebben we als managers momenteel geen mandaat om namens onze klanten CO₂-compensaties te verwerven, bijvoorbeeld om moeilijk te verminderen emissies, zoals die van koelmiddelen, te compenseren. Wat je realistisch gezien kunt doen om gebouwen klaar te maken voor net zero is één ding, maar het daadwerkelijk bereiken van die net zero is veel meer een gesprek >

Voorzitter:

Wietse de Vries,
Almazara Real Assets
Advisory

Deelnemers:

Jaap van der Bijl,
Alterra Vastgoed
Ingrid Hulshoff,
Achmea Real Estate
Bernardo Korenberg,
Bouwinvest Real Estate
Investors
Dennis van de Pas,
Goldman Sachs Asset
Management
Peter van den Tol,
MN
Justin Travlos,
AXA IM Alts



VOORZITTER

Wietse de Vries

Wietse de Vries is sinds 2011 Partner van Almazara Real Assets Advisory, dat buy-side beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars) adviseert over hun internationale vastgoed- en infrastructuurportefeuilles. Hij is tevens ‘engaging member’ van GREEN. De Vries werkte voorheen onder andere bij ING Real Estate IM en ING IM. Verder is hij lid van de Real Estate Expert Resources Group van GRESB en van diverse Advisory Boards, en was hij van 2015 tot 2018 voorzitter van het Corporate Governance Committee van INREV.



Jaap van der Bijl

Jaap van der Bijl is sinds november 2016 CEO van Altera Vastgoed. Daarvoor werkte hij vanaf 2013 bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance als Managing Director Investor Relations. Tussen 2008 en 2013 was hij Senior Head of Sales & Client Services Northern Europe bij AXA Real Assets. Daarvoor werkte hij onder andere bij Achmea Vastgoed en pensioenfondsen PVF. Van der Bijl is tevens lid van het bestuur van INREV.



Ingrid Hulshoff

Ingrid Hulshoff is sinds 2016 Portfolio Manager Separate Accounts bij Achmea Real Estate. Haar focus ligt op impactbeleggen en het invullen van het ESG-beleid voor klanten, bijvoorbeeld met biobased bouwen. Zij is sinds 1997 actief binnen de vastgoedwereld in uiteenlopende rollen in binnen- en buitenland. Hulshoff is auteur van onder andere 'Houtbouw, een gezonde belegging'.



Bernardo Korenberg

Bernardo Korenberg is Head of Sustainability & ESG bij Bouwinvest Real Estate Investors, waar hij sinds 2012 werkt. Hij is verantwoordelijk voor strategisch beleid en advies rondom duurzaamheid van Nederlandse en internationale vastgoedbeleggingen. Eerder was hij onder meer projectmanager in de vastgoedmarkt. Hij is tevens lid van diverse duurzaamheidsadvies- en werkgroepen binnen de sector.

over wie de verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid op zich neemt en zich committeert. Wij richten ons bijvoorbeeld op hoe we kunnen investeren om de prestaties van de asset te verbeteren, om ervoor te zorgen dat we energie-efficiëntie kunnen stimuleren en dat we dan de totale emissie van die specifieke asset kunnen verminderen, ongeacht de locatie of het type. Maar het is net zo belangrijk om de resterende 'koolstofverantwoordelijkheid' die moet worden aangepakt met de eigenaar en de klant te bespreken.'

Jaap van der Bijl: 'Wij hebben op onze assets gebaseerde plannen ontwikkeld voor de route naar Parijs. Daarin hebben we ook de vereiste investeringen meegenomen. We hebben de toezegging van onze investeerders dat dit in de budgetten is opgenomen. De volgende stap is om dat uit te voeren. En dan inderdaad leren terwijl de markt leert, want je struikelt bijvoorbeeld over allerlei soorten regelgeving, wat best tijdrovend is. Desondanks ben ik er vrij zeker van dat we op het gebied van retail vóór 2040 al net zero kunnen zijn en op het gebied van residentieel zeker voor 2040.'



Dennis van de Pas

Dennis van de Pas is Executive Director External Investment Group bij Goldman Sachs Asset Management. Van de Pas heeft 17 jaar ervaring in vergelijkbare rollen, heeft een Engelse Master in Investment Management en maakt deel uit van de Nederlandse CFA VBA commissie vastgoed en diverse andere investerings- en adviescommissies.



Peter van den Tol

Peter van den Tol is Senior Advisor Impact Investing & ESG-Integration in Real Assets bij MN. Zijn focus ligt op het beperken van klimaatrisico's en het versterken van de positieve impact van institutionele klanten. Voor hij in 2017 bij MN kwam, was Van den Tol onder andere Real Estate Investment Consultant Institutional Investors bij Sweco en architect bij KOW.



Justin Travlos

Justin Travlos is Global Head of Responsible Investment bij AXA IM Alts en verantwoordelijk voor de beleggingsstrategie van het bedrijf op het gebied van vastgoed, infrastructuur, alternatives en natural capital. Hij kwam in 2018 bij AXA IM Real Assets als UK Head of Asset Management vanuit het Australische vastgoedbedrijf Stockland, waar hij Regional Development Manager was.

Er moet nogal wat geïnvesteerd worden om net zero te bereiken. Dan rijst al snel de vraag wie dat gaat betalen en wat de rol van overheden hierin is. Bieden de Nederlandse en Europese wet- en regelgevers voldoende mogelijkheden voor duurzame investeringen?

Van der Bijl: 'Het mooie van regulering is dat het een onderscheid maakt tussen goed en niet goed. Tenminste, als het uitgekristalliseerd en volwassen is. Alleen

'Taxateurs kijken vooral terug, waardoor we nog weinig green premiums zien in waarderingen. Dat is jammer.'

is die regulering dat nog niet. Bovendien liggen we als maatschappij momenteel op een koers die de doelstellingen van Parijs niet gaat halen. Dat is allemaal bekend, dus moeten regelgeving en stimulans nú gaan reboorten, anders komt er op een later moment de onvermijdelijke beleidsreactie. Daarnaast denk ik dat we als sector ook rentmeesterschap moeten tonen, door aan de overheden en organisaties uit te leggen wat een goede manier is om vooruitgang en resultaten te boeken voor alle stakeholders. Dat zijn niet alleen de investeerders, maar ook de huurders en de lokale samenleving. Wij kunnen daarbij helpen, want als eigenaar en manager van assets hebben wij diepgaande kennis van de data en de competenties die nodig zijn om ze groener te maken.’

Travlos: ‘De grootste gemiste kans op dit moment is dat we op Europees niveau vooral praten over het heralloceren van kapitaal naar decarbonisatie en over het halen van de doelstellingen van Parijs. Maar waar is de regelgeving om de transitie van bruin naar groen te ondersteunen en om kapitaal te sturen naar het opknappen van bestaande assets? Dat is heel specifiek en betreft toch het grootste deel van alle bestaande assets die we tussen nu en 2050 zullen bezitten en managen. De huidige renovatiesnelheid is veel te laag om te voldoen aan de doelstellingen van Parijs. Verder moeten er op een gegeven moment CO₂-kosten worden doorberekend. De vastgoedsector zit te wachten tot het zover is, maar er zijn heel weinig organisaties die daarvan voldoende op de hoogte zijn om een goede discussie met de overheid te kunnen voeren.’

Hulshoff: ‘CO₂-tarieven zullen in de nabije toekomst zeker worden ingevoerd. Dus het is goed om die al op te nemen in je investeringsvoorstellen. Al was het maar om investeerders bewust te maken, want deze tarieven zijn in de toekomst een financieel risico om af te dekken. Momenteel ligt de prijs rond de 95 euro per ton uitstoot, maar dat is kunstmatig. De echte prijs ligt veel hoger. Als je met alle kosten rekening houdt, dus ook met de maatschappelijke kosten, dan is 1.000 euro een reëel bedrag. De provincie Utrecht houdt bijvoorbeeld al rekening met 875 euro.’

‘Stel méér vragen, niet minder, en bij voorkeur in de vorm van specifieke vragen, niet in de vorm van een vragenlijst.’

Korenberg: ‘Wat we nodig hebben, is een gelijk speelveld en een gemeenschappelijke taal om te begrijpen hoe we met deze vraag omgaan. Die taal is monetair, of een kwantificering van CO₂. Regelgeving zal daarbij helpen, want dat creëert een gelijk speelveld. Zowel regelgeving als een gemeenschappelijke taal helpen dus om te begrijpen waar we het over hebben. Natuurlijk kunnen we debatteren over hoeveel of hoe hoog de kosten zullen zijn, maar uiteindelijk gaat het allemaal om het meten. Want financiële prikkels werken het best.’

Van den Tol: ‘De energie-intensiteit van de vastgoedvoorraad is een van de belangrijkste gemene delers waarover eigenaren moeten rapporteren. Dat kun je benchmarken op basis van de CRREM-routes die in ontwikkeling zijn. Zo weet je als eigenaar en investeerder hoe het vastgoed ervoor staat, waar het naartoe moet en wat de uitdagingen voor de toekomst zijn. De recente hoge energieprijzen bijvoorbeeld waren zowel een stimulans als een stok achter de deur: als je een verouderd gebouw hebt, dan kost je dat geld en als je een energie-efficiënte asset hebt, zal het je >



‘Het zou goed zijn om ons meer te richten op het netto risico, het echte risico.’

zeker minder kosten. Dat zie je terug in de waarderingen. Inderdaad, met een focus op het meten van intensiteit en op de CO₂-prijsstelling krijg je meer zichtbaarheid van efficiënte en inefficiënte assets in de markt.’

Van de Pas: ‘Mensen vergeten makkelijk dat Europa behoorlijk progressief is op het gebied van regelgeving. Wat ik in eerste instantie goed vond aan de SFDR, is dat dit een positief label heeft, een algemeen doel waar mensen bij betrokken kunnen zijn of samen aan kunnen werken. Het creëren van een positief effect is hoe de overheid momenteel opereert in de Europese Unie. Ik vind dat we de stimulators niet alleen financieel moeten maken, maar ook in zijn algemeenheid wat positiever om het allemaal te laten lukken. Nu is het vooral negatief, risico-georiënteerd, terwijl er kansen zijn die we allemaal kunnen benutten. Immers, het is niet de wetgeving die het noodzakelijke werk doet, maar diezelfde wetgeving veroorzaakt juist wel een heel ander soort werk: momenteel wordt er vooral gerapporteerd, er wordt veel nadruk gelegd op de

wet. We moeten echter niet alleen rapporteren, maar vooruitgaan!’

Van der Bijl: ‘De huidige regelgeving biedt geen wenkend perspectief voor beleggers om te begrijpen waarom ze hun kapitaal in net zero-strategieën zouden moeten investeren. Het is onze taak om hen daarin te begeleiden. Daarom moeten wij het voortouw nemen en perfect begrijpen hoe het werkt. Op hun beurt moeten de regelgevers begrijpen dat deze hele transitie zeer kapitaalintensief is. Ook daarin hebben wij een belangrijke taak: uit te leggen dat de huidige regelgeving niet het juiste voorstel voor kapitaal is. Er zijn zoveel doelen die men wil bereiken, daarvoor móet je kapitaal uitnodigen. Wordt dat niet gedaan, dan komen we vast te zitten in deze lappendeken van regelgeving vol compromissen. Helaas veroorzaakt die nu een trage transitie, die uiteindelijk alles kapitaalintensiever zal maken door de bijkomende schade daarvan. Toch is het ónze verantwoordelijkheid om het voortouw te nemen.’

De regelgeving moet dus beter, vatte De Vries samen. Daar is goede maatvoering voor nodig. Ook dat behoeft verbetering voor de vastgoedsector, die bijvoorbeeld meer heeft aan een uitspraak over de tienjarige gevolgen van klimaatrisico’s dan die over de honderdjarige, en veel zou opschieten met een scheiding tussen huurders- en verhuurdersgerelateerde risico’s in CRREM, zo stelde hij.

Welke veranderingen hebben klimaat- of transitierisico-tools nodig om ze bruikbaar te maken voor de vastgoedsector?

Travlos: ‘Die tools leveren modelgegevens, met verschillende aannames waar we soms wel en soms geen zicht op hebben. Veel van de tools zijn nieuw, wat erg interessant en erg belangrijk is, maar het is ook erg gevaarlijk om ze als waarheid te beschouwen. CRREM is een prachtig voorbeeld. Het is een van de grootste hulpmiddelen voor onze industrie om op één lijn te komen rond een gemeenschappelijk doel, maar afhankelijk van je uitgangspunten (bijvoorbeeld normalisatie voor kantoorruuren, je selectie van groene stroominkoop, toegang tot data of het



gebrek daaraan), krijg je enorm verschillende uitkomsten die je beslisproces kunnen beïnvloeden. Voor sommige regio's is het ook nog niet de juiste tool, maar wel de beste volgende stap. Zo is de VS een heel andere markt, vooral als het gaat om zaken als de keuze van het elektriciteitsnet en de energieleverancier.'

Van den Tol: 'CRREM is de meest toepasbare en breed geaccepteerde tool die op dit moment beschikbaar is. Kan het beter? Natuurlijk kan het beter. En als er iets beters is, of als er verdere verbeteringen zijn in de CRREM-tool, laten we dat dan allemaal van harte omarmen. Het is een hulpmiddel om decarbonisatiestrategieën op te stellen. Het helpt ons bij het prioriteren van het soort asset. Het helpt ons ook in de dialoog met investeerders en eigenaren. Het kan dus binair zijn, meten of een asset stranded is of niet, maar het is ook een hulpmiddel om uit te leggen waar de asset zich nu bevindt. En als we over vijf jaar een ingreep gaan doen, wat gebeurt er dan als we over vijftien jaar een tweede ingreep gaan doen? Hoe ziet het er dan uit? Het helpt dus om dat te visualiseren.'

Korenberg: 'Het oog van Amerika is op dit moment ook gericht op Europa, omdat men daar de ambities van de Europese Green Deal ziet en de wetgeving en initiatieven die daaruit voortvloeien. Als je CRREM ter sprake brengt, gaan de wenkbrauwen eerst wat omhoog of wordt het model ter discussie gesteld, maar ze weten dat de duurzaamheidseisen die wij als Europese belegger op tafel leggen, binnen enkele jaren gemeengoed zullen zijn in de sector. Dus ze houden ons als Europese investeerders nauwlettend in de gaten. De tooling is nog volop in ontwikkeling en verfijning is nodig op regionale verschillen, asset classes en doorvertaling naar nieuwbouweisen. Maar je moet ergens beginnen. Ik zie parallellen met bijvoorbeeld researchmodellen. Daar is ook discussie over welke databronnen en uitgangspunten gebruikt worden. Dat is wat we ook moeten doen met benchmarks en tools zoals CRREM: gebruik het als startpunt voor verdere analyse en verdieping.'

‘Wat je ambities en doelen voor net zero zijn, hangt heel sterk af van je definitie van net zero.’

Van de Pas: 'In het algemeen richten tools zich op transitierisico's of klimaatrisico's. Het zou goed zijn om ons meer te richten op het netto risico, het echte risico. Daarbij is het dan nuttig als je resultaten krijgt in termen van waarschijnlijkheid en impact. Dan hoef je je niet te richten op 2050, maar kan je dat ook op de korte termijn doen. Dan kan je risico verdisconteren en het meenemen in de waardering. Daarmee wordt alles tastbaarder. Alleen kan je zoiets op dit moment niet doen.'

Hulshoff: 'Wij hebben onze eigen routekaarten voor CO₂-reductie ontwikkeld voordat er sprake was van CRREM pathways. Deze routekaarten spelen een belangrijke rol bij het bepalen van de verduurzamingsstrategieën en de implementatie daarvan in de verschillende portefeuilles. Het is een belangrijk instrument om de voortgang van duurzaamheidsambitie te monitoren en eventueel bij te kunnen sturen. Maar we omarmen natuurlijk ook de CRREM-routes en -methode. We weten wanneer welke objecten stranded zijn of niet, en wat er nodig is om dat te voorkomen. We kennen de risico's in de verschillende portefeuilles en managen die voor onze klanten.'

Hoe kunnen institutionele beleggers het financiële klimaatrisico in hun portefeuilles beperken?

Van den Tol: 'Doe je technische due diligence en verlang van je vermogensbeheerders dat ze dat ook doen. Dat is niet eenvoudig. Zo kwam het tot een half jaar geleden nog voor dat fondsmanagers aangaven dat ze niet genoeg tijd hadden om de volledige technische due diligence uit te voeren, omdat een andere koper het dan al had weggekaapt. Daar vonden wij zeker wat van. Het is aan de investeringskant belangrijk om je huiswerk te doen en niet alleen te kijken naar de huidige staat van een gebouw, maar naar waar het moet zijn in 2040 en 2050, want dan is wanneer het transitierisico en het kapitaalinveste- >

‘Regelgeving en stimulans moeten nú gaan rebooten, anders komt er op een later moment de onvermijdelijke beleidsreactie.’

ringsrisico op elkaar zullen aansluiten.’

Hulshoff: ‘Het zit niet zozeer in de acties die nodig zijn op basis van wat we al weten. Vrijwel alle partijen zijn bezig met technische due diligence. Zij willen de risico’s die gepaard gaan met investeringen in specifieke assets inzichtelijk maken en waar mogelijk beperken. Maar wat over het hoofd wordt gezien, zijn maatregelen die er nu nog niet zijn, maar er in de nabije toekomst wel zullen komen. Zoals het veel steviger beprijzen van CO₂. De impact daarvan wordt nog nauwelijks onderzocht.’

Van de Pas: ‘Doe je huiswerk, onderzoek de situatie, en focus op groei en niet op risico. Wat verwacht je in de toekomst? Het zou mooi zijn om daar nu al een prijs op te plakken. Als het nuttig is om er misschien over een paar jaar prijzen op te plakken, kan men misschien al in het begin compenseren, zodat de kosten echt expliciet worden.’

Travlos: ‘Niemand heeft een perfect antwoord op de vraag, dus voor nu is het gesprek het belangrijkste. Stel méér vragen, niet minder, en bij voorkeur in de vorm van specifieke vragen, niet in de vorm van een vragenlijst. Want elk bedrijf heeft teams die van binnenuit veranderingen proberen te bewerkstelligen. Maar de grootste hefboom, de grootste versterking van die verandering, is wanneer het van buitenaf komt. Daarom is het altijd nuttig om het gesprek aan te moedigen, en dan vooral in specifieke termen en veel minder in algemene.’

Korenberg: ‘Ja, het gaat om kennis en inzicht. Begin vragen te stellen. Kijk naar risico’s, maar ook naar kansen op de lange termijn. Maak een integrale business case waarin je kijkt naar risico, rendement en kosten. Soms is een tussenoplossing technisch verstandiger. Zo hebben we in Diemen 567 huurwoningen verduurzaamd en daarbij 262 hybride warmtepompen geïnstalleerd. De verwachte levensduur van deze installaties bedraagt ongeveer vijftien jaar. Tegen die tijd liggen we nog keurig op schema voor 2045 en is de techniek doorontwikkeld, waardoor de aansluiting op bijvoorbeeld een warmtenet makkelijker is. De grootste opgave in de energietransitie ligt in de bestaande voorraad. Er is veel kapitaal nodig om de bestaande gebouwen voorraad aan te passen. Daar zit de echte uitdaging, niet zozeer in nieuwbouw. Stel een langjarig strategische routekaart op, neem de verduurzamingsingrepen op in je meerjarenonderhoudsplan en koppel de uitvoering zo veel mogelijk aan natuurlijke momenten om ook het financiële plaatje kloppend te krijgen. Als bijvoorbeeld een huurder het gebouw verlaat, is dat het moment om de verduurzaming uit te voeren. Kortom, denk goed na voordat je iets doet, maar doe het wel.’

Van der Bijl: ‘Inderdaad, denk vooruit, handel nu. We hebben een geïntegreerd model voor duurzame waardecreatie. Daarin maken we onszelf verantwoordelijk voor alle stakeholders, want dat zijn niet alleen de investeerders, maar ook huurders, personeel, en maatschappij. Want we kunnen misschien best nog drie jaar wachten met die ene aanpassing,



maar door het nu te doen, verlagen we bijvoorbeeld de totale kosten van levensonderhoud van de huurders. Het voordeel daarvan is dat je ook op stakeholderniveau kunt laten zien hoe die bijdragen. En dan kan je ook doelen geven op persoonlijk niveau, zodat iedereen doelen heeft om op een bepaalde manier bij te dragen aan ESG. En dat hoeft niet altijd gericht te zijn op gebouwen.’

Vooruitdenken, maar nu al handelen. Welke best practices zijn er dan al voor het versnellen van de emissiereductie om vóór 2050 net zero te zijn?

Travlos: ‘In Australië is een mooi voorbeeld waar gebouwen buiten de piekuren worden voorverwarmd of voorgekoeld met hernieuwbare energie. Die gebouwen worden op die manier gebruikt als batterijen voor het elektriciteitsnet. Zo verschuift het vraagprofiel zodanig dat er bijvoorbeeld geen toenemende vraag is voor energieopwekking op het warmste deel van de dag. Integratie daarvan met intelligente digitale oplossingen is wat mij betreft een van de best practices van het afgelopen jaar. Hoe sneller die aanpak mainstream kan worden en hoe sneller deze wordt overgenomen, hoe groter de kans om te profiteren van wat, zeker in Europa, een zeer snel decarboniserend energienetwerk is.’

Korenberg: ‘Wij zijn ook gaan samenwerken met een scale-up met een soortgelijke oplossing, een slimme batterij voor energieopslag. Ik word enthousiast van innovaties die gedeelde waarde creëren en inspelen op meerdere maatschappelijke vraagstukken. Die slimme batterij slaat schone energie op en levert energie op piekmomenten, als het energienetwerk zwaar wordt belast. Denk daarbij aan liftgebruik, elektrisch koken en laadpalen. Door die piekbelasting te verminderen, volstaat een lagere netaansluiting. Dat bespaart niet alleen geld, maar is ook duurzamer en schoner. Zo blijft niet alleen het opwekken en het verbruik in balans, maar komt ook schone energie beschikbaar voor andere partijen, zoals netbeheerders. En dat draagt weer bij aan de huidige problematiek van de overbelasting van het stroomnetwerk. Bovendien

kunnen wij onze huurders faciliteren in hun vraag naar een oplaadpunt voor hun elektrische auto. Best practice is dus creatie van gedeelde waarde.’

Van der Bijl: ‘Een hele andere, niet-technische richting is de inzet van energiecoaches voor huurders, zowel retail als residential. Huurders gebruiken immers de energie. Als je hen kan helpen met doorgaans eenvoudige maatregelen, dan heb je dubbel voordeel: je creëert een beter bewustzijn en zij zien het terug in hun energiefacturen. Zulke resultaten zijn direct merkbaar voor ze. Dat is erg effectief. Het gaat er dan overigens niet om of je het maximale resultaat hebt behaald. Het punt is dát het helpt en dat het een beter bewustzijn creëert waarop je kan voortbouwen.’

Van de Pas: ‘Het is belangrijk om een open dialoog te hebben over ambitieniveaus. Nu richten we ons op 2050, maar wat kan daaraan nog gedaan worden? Misschien 2045 of 2040? Wat is mogelijk? Wat is haalbaar? Hoeveel kost het? Wat kan het opleveren? Wat zijn de onzekerheden? Wat is eigenlijk technisch mogelijk? Je bepaalt uiteraard je eigen ambitieniveau, maar het is belangrijk om ook een open discussie te hebben en te kijken hoe we dingen kunnen versnellen. Vooral voor de vastgoedsector, want die doet al heel veel, maar dat is niet altijd het imago. Er zijn best wat beleggers die vastgoed juist >



vanuit klimaatperspectief riskant vinden. Zo'n open discussie geeft meer transparantie om daar wat aan te doen.'

Van den Tol: 'Onderdeel van ons beleggingsproces is de vraag aan managers of ze decarbonisatie-actieplannen op asset-niveau hebben opgesteld. Het dwingt de managers om diep in de technische specificaties van de asset te duiken. Wat moeten ze doen binnen die asset? Wat kunnen ze doen? Wanneer kunnen ze dat doen? De link leggen naar de onderhoudsplanning voor de lange termijn, zodat je je investeringen strategisch kan combineren en daardoor kan verminderen. Van dat actieplan leer je veel en dat kan je dan weer delen met je collega's, organisaties en instanties. Een ander praktisch voorbeeld: ga niet per se voor maximalisatie van energie-efficiëntie, maar voor optimalisatie. Dus isoleer niet maximaal, maar isoleer tot het niveau dat je nodig hebt voor efficiënte klimaatbeheersing. Zo houdt je heel wat budget over voor andere assets of voor investeringen in hernieuwbare energie op locatie. Verder hebben we in onze Nederlandse portefeuille gemerkt dat als je je gebouw groener wilt maken, je de huurders er vroeg bij moet betrekken omdat je een compliance van 70% van de huurders nodig hebt.'

Hulshoff: 'De investeringen die we doen in het verduurzamen van de voorraad en in de acquisitie van nieuwe duurzame

'Duurzaamheid is nauw samenwerken met de huurders en de aanbodzijde van vastgoed. De hele waardeketen moet meedoen.'

assets worden nog niet voldoende gewaardeerd door taxateurs. Dat zou een best practice móeten zijn, maar is nu nog een uitdaging. Taxateurs kijken vooral terug, waardoor we nog weinig green premiums zien in waarderingen. Dat is jammer. Je moet er nu op basis van je visie van overtuigd zijn dat je láter de beloning krijgt van het nú investeren in duurzaamheid. Het zou helpen als er meer goed onderbouwde cijfermatige prognoses zouden komen. Dat is immers waar beleggers op sturen.'

De Vries sloot de discussie af met de observatie dat de groep bestaat uit mensen die veel weten over klimaatrisico's en vastgoed. Maar de problematiek is complex en veelomvattend. En niet alle stakeholders overzien dat. Het is wat hem betreft essentieel om uitleg te blijven geven, ook aan klanten. 'Want als we onze klanten en andere stakeholders niet meenemen, krijg je niet de buy-in die we zo hard nodig hebben.' ■

IN HET KORT

Vastgoed net zero in 2050: het kán, de wil is er en de successen zijn er ook. Regelgeving moet echter anders om echt ondersteunend en effectief te zijn.

Er is sterke behoefte aan een gemeenschappelijke (monetaire) taal en regelgeving om een gelijk speelveld te creëren.

De bestaande tools om de risico's in kaart te brengen zijn belangrijk, maar te algemeen.

De echte uitdagingen zijn verduurzaming van de bestaande voorraad en het betrekken van alle stakeholders.

Uiteindelijke inprijsing zal veel hoger uitvallen dan nu doorgaans geschat. Hoe eerder correct wordt ingeprijsd, hoe beter.



Een level playing field voor crypto-assets?

Op 29 juni 2023 is de Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) in werking getreden. Deze verordening reguleert de uitgifte van crypto-assets en de crypto-asset-dienstverlening in de EU. Daarbij moet het ontstaan van een ongelijk speelveld worden voorkomen.

Tot voor kort waren crypto-assets in de EU alleen gereguleerd in de vijfde anti-witwasrichtlijn (AMLD5), in Nederland geïmplementeerd in de Wet ter voorkoming van witwassen en terrorismefinanciering (Wwft). Het betreft hier wetgeving die is ingevoerd om het gebruik van crypto-assets voor criminele doeleinden tegen te gaan en niet om beleggers in crypto-assets te beschermen. Door het ontbreken van dergelijke regels hebben zich recentelijk allerlei onregelmatigheden kunnen voordoen bij uitgevers en aanbieders van crypto-asset-diensten, vaak partijen uit derde landen. Deze onregelmatigheden hebben geresulteerd in faillissementen en in het verlies van crypto-assets.

De MiCAR scheidt een regelgevend kader voor uitgevers van crypto-assets en crypto-asset-dienstverleners. Doelen zijn het bieden van rechtszekerheid, het stimuleren van innovatie, het zorgen voor beleggersbescherming en het stellen van regels omtrent marktintegriteit. De verordening moet een eind maken aan mogelijke wildwestpraktijken. De verordening wordt gefaseerd van toepassing. Enkele bepalingen gelden al sinds 29 juni 2023, maar de meeste bepalingen zullen pas vanaf 30 december 2024 van kracht zijn. De bepalingen inzake Asset Referenced Tokens (ARTs) en E-Money Tokens (EMTs) zullen al vanaf 29 juni 2024 van toepassing zijn.

De verordening definieert een crypto-asset als een digitale weergave van waarde of rechten die elektronisch kan worden overgedragen en opgeslagen met gebruikmaking van distributed ledger technology. De verordening reguleert gebruikstokens, ARTs,

EMTs en overige crypto-assets. Bij ARTs en EMTs – zogenaamde stablecoins – gaat het om crypto-assets die gekoppeld zijn aan of gebaseerd zijn op onderliggende assets. EMTs verwijzen naar de waarde van één officiële munteenheid. ARTs verwijzen naar een andere waarde of een combinatie van waarden, met inbegrip van een of meer officiële munteenheden. De verordening is niet van toepassing op crypto-assets die al binnen het toepassingsgebied van andere EU-toezichtregelgeving vallen. Zo vallen crypto-assets die kwalificeren als financiële instrumenten in de zin van MiFID II niet onder de verordening. Ook zogenaamde Non-Fungible Tokens (NFTs) vallen buiten de reikwijdte van de verordening.

De verordening richt zich op partijen die zich in de EU bezighouden met het uitgeven van crypto-assets of het verlenen van crypto-asset-diensten. Voor het uitgeven van crypto-assets vereist de verordening in beginsel dat er een soort prospectus – een whitepaper – wordt opgesteld en aan de bevoegde toezichthouder wordt overgelegd. Voor het uitgeven van ARTs en EMTs is tevens vereist dat de uitgever over een vergunning beschikt dan wel een kredietinstelling of een elektronisch geldinstelling is. Crypto-asset-dienstverleners zijn in beginsel eveneens onderworpen aan een vergunningsplicht. Verder bevat de verordening regels tegen marktmisbruik.

Van belang is dat partijen die vanuit een derde land crypto-assets of crypto-asset-diensten aanbieden aan beleggers in de EU zich niet aan de regels van de verordening moeten kunnen onttrekken als het initiatief materieel bij deze partijen ligt. Dat zou leiden tot een ongelijk speelveld ten nadele van in de EU gevestigde partijen en de problemen niet oplossen. Dat brengt voor nu mee dat een EU-toezichthouder in voorkomend geval niet te snel zal mogen aannemen dat sprake is van reverse solicitation. Op de langere termijn zullen de EU en derde landen daadwerkelijk moeten samenwerken bij het reguleren van crypto-assets en met geharmoniseerde regels moeten komen. ■



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

Material benefits of environmental engagement in non-listed real estate

Active engagement by real estate asset owners remains critically important, especially as some managers are using the stagflationary economic backdrop and political pushback as a pretext for delaying measures to meet the challenge of climate change.

By *Shaun Stevens*

Material benefits for real assets owners

There's growing evidence that collective engagement helps institutional investors or asset owners to achieve their environmental and sustainability goals and their risk-return objectives. A range of studies show that engagement can bring benefits to real estate asset owners and the UNEP Finance Initiative recommended that they should engage directly or indirectly with managers and support sector wide initiatives. Asset owners should ensure that risk is properly managed and executive interests are aligned with the risk and return of the assets managed.

Nonetheless, many asset managers are not on track to be net zero – 'Paris-Proof' – by 2050. This requires active engagement from asset owners, who need to empha-

size to their managers that ambitious net zero targets, science based interim targets and asset level sustainability plans are essential, from an environmental but also a financial perspective. However, climate risk engagement is a resource-consuming effort requiring expertise. As a result, only the largest asset owners can effectively engage themselves, while others expect their external fund managers or their specialists to do the work. Collaboration with an advisor in a specialist area like real estate can help asset owners to make progress that might not be possible if they tried to execute themselves.

Indeed, investors have established coalitions to improve the focus on environmental issues and develop company engagement, with organisations like Climate Action 100+ (CA 100+) and Ceres



amongst the most prominent, and The Global Real Estate Engagement Network (GREEN) in the real estate sector. GREEN members encourage real estate funds to improve their sustainability performance and reduce their exposure to financial and non-financial climate risk.

Environmental engagement in practice

GREEN members engage real estate funds to improve across four areas: the implementation of climate change governance structures, including ambitious target setting aiming for 1.5 °C pathways; establishing science-based transition pathways to achieve the Paris goals; the level of disclosure of business plans under different climate scenarios; and promoting the use of certified data, including building certification, across

portfolios. An engagement typically runs over a set period. Engagement meetings have a clear data driven agenda to ensure focused conversations with real estate fund managers.

Engagements will establish whether funds are on track to be net zero by 2050, including if there are intermediate science based targets. They also cover implementation pathways, asset level plan usage, assessment of physical risks from climate change and any mitigation measures that have been implemented.

Another area of focus is business plan disclosure and the adoption of standardized green building certifications across portfolios. Twice a year there are progress meetings with non-listed real estate managers. Where necessary GREEN members will encourage

fund managers to improve if they believe the fund is not on track to be Paris-proof. Eventually, they'll decide whether further engagement is necessary. For example, if a fund is on track, engagement is no longer required and scarce resources can be directed elsewhere. Alternatively, escalation may follow if, for instance, a fund manager refuses to commit to climate risk measures. This could ultimately lead to an end of the engagement, and investors putting the fund involved on the 'sell' list.

Why real estate engagement

While the net zero ambitions of asset owners remain undiminished, recent survey evidence suggests some fund managers, particularly in Asia and the US, have scaled back their ESG ambitions, citing the uncertain macro environment. EU based investors typically remain committed to achieving net zero ambitions, in part because of the tougher regulatory backdrop.

Interestingly, the hesitancy of some managers contrasts with an emerging body of evidence revealing that owning more sustainable real estate can deliver better rental and sales performance. Research by Jones Lang LaSalle in 2022 showed that buildings that don't meet sustainability standards suffered financially from a 'brown discount'. The research confirms that investors

need to focus on the long-term benefits from owning green certified properties capable of generating materially significant premiums.

More recently, evidence from the European office market indicates tenants are willing to pay higher rents for newly built, energy-efficient offices than for older, less efficient buildings. Savills found notable divergences between prime and secondary rents in markets like Amsterdam and London, where EPC regulations have been introduced. They expect greater divergence in rental levels across European markets as more countries adopt stricter EPC regulations.

There's also academic evidence illustrating the material benefits of engagement and collaborative engagement about ESG related issues across different sectors, including real estate. A study by Maastricht University observed that repeated, material engagements are linked to improvements in profitability. The research found that collaboration reduces costs and increases the probability of success.

GREEN recently published its 2022 engagement results, gathered from listed and non-listed managers. The initiative is now in its third year and is already showing the value of collective engagement across real estate, as well as the need to increase its scope. In 2022, 36

listed and 19 non-listed funds, investing in all major sectors and regions, were engaged, across 153 different subject areas. On the non-listed side, 75% of funds had a net zero target across scope 1-3, and 40% had intermediate science based targets, but just 30% had credible implementation pathways. These findings show the importance of investigating how managers implement their headline claims around the Paris goals and assessing plans for achieving decarbonisation ambitions.

The value of climate risk engagement

Some real estate managers may be using the challenging global inflation and interest rate backdrop to temper their ESG ambitions. However, the clear message from European and US real estate markets suggests that investors and tenants are beginning to discount unsustainable buildings and that 'green' buildings can add value to investor portfolios. There is also a growing body of evidence that engagement preserves the long term value of investments in assets like real estate. In other words: environmental risk is also a financial risk. Material engagements that are focused and well executed can have a positive impact on companies' sustainability ambitions and can benefit shareholders. Moreover, the emerging resistance against ESG more broadly, particularly in parts of the US, reinforces the need for active ownership around climate risk management.

Engaging with managers about climate risk management has therefore never been as urgent for real asset owners as it is today. ■



Shaun Stevens

Investment Strategist,
Almazara

SUMMARY

Evidence from European and US real estate markets suggests investors and tenants are beginning to discount unsustainable buildings.

Collective, material engagements can help asset owners achieve their environmental and sustainability goals.

Engaging with managers about climate risk management has never been as urgent for real asset owners as it is today.

'There is a growing body of evidence that engagement preserves the long term value of investments in assets like real estate.'

Duurzaamheid en impactbeleggen zijn ‘must have’ in vastgoed

Vastgoedvermogensbeheerders staan voor een grote opgave: bijdragen aan een gebouwde omgeving die klimaatbestendig is. Namens institutionele beleggers hanteren ze verschillende duurzaamheidsstrategieën met impact, zonder concessies aan financieel rendement.

Door Hans Amesz

Duurzaamheid en impactbeleggen zijn volgens CBRE Investment Management (CBRE IM) geen *nice to have*, maar een *must have* en een steeds belangrijker onderwerp voor investeerders. Het antwoord op de vraag ‘waarom’ is ondubbelzinnig en concreet: ‘Om verdere klimaatverandering te beperken en het liefst te voorkomen,’ zegt Paul Oremus, Country Manager en Fund Manager Dutch Funds. ‘Wij hebben de verplichting bij te dragen aan het bindende, mondiale Parijsakkoord. Dat betekent, werken aan de transitie naar een CO₂-arme toekomst om zodoende klimaatverandering zoveel mogelijk een halt toe te roepen. Daarnaast dienen wij de gebouwde omgeving voor te bereiden op de gevolgen van klimaatverandering door de klimaatweerbaarheid en leefbaarheid te verhogen. Dit geldt voor beide klantgroepen die wij bedienen: institutionele beleggers en huurders.’

Institutionele beleggers trachten met hun beleggingsbeleid invulling te geven aan duurzaamheid, om zo gericht in te spelen en impact te hebben op de uitdagingen en vraagstukken waarmee de wereld op de lange termijn wordt geconfronteerd. Met impactbeleggen kunnen zij bijvoorbeeld bijdragen aan de transitie naar hernieuwbare energie, nieuwe vormen van mobiliteit en gezonde en inclusieve steden. Het gaat hun erom dat er met het kapitaal dat aan hen is toevertrouwd door hun klanten, dat met het oog op pensioen- en verzekeringsuitkeringen uiteraard wel moet renderen, ook een maatschappelijk rendement wordt gerealiseerd. Dat is met duurzaam en impactbeleggen heel goed mogelijk. De focus ligt immers op de lange termijn, waarbij risico's zo veel mogelijk worden gemitigeerd gedurende de gehele levensloop van de investering.

Vastgoedinvesteerders én vastgoedgebruikers

Voor huurders van het vastgoed in de portefeuille van CBRE IM zijn de duurzaamheidsambities overigens niet anders. ‘Steeds meer huurders – helemaal sinds de energieprijzen sterk zijn gestegen – willen verduurzamen,’ zegt Sheila Hicks, Senior Portfolio Manager Dutch Funds. ‘Op de kantorenmarkt zien we dat bedrijven alleen nog kiezen voor een kantoor dat nu al, of in elk geval binnen afzienbare tijd, voldoet aan de Parijsnormen. Om te beantwoorden aan deze behoeften, hebben wij per object in kaart gebracht welke maatregelen we moeten nemen. In alle sectoren van de Nederlandse vastgoedmarkt waarin wij investeren, rollen we een gerichte strategie uit met de ambitie de Parijsdoelen in 2040 te behalen. Deels wellicht al vóór 2030.’

Betaalbaarheid

‘Onze organisatie is er erg op gericht bij te dragen aan het oplossen van het woningte-



Campus Den Haag Universiteit Leiden aan het Spui in Den Haag



Kantoortoren Tower Ten op de Amsterdamse Zuidas

‘Onze focus ligt vooral op het realiseren van ‘places people love’. Plekken waar mensen graag naartoe gaan en hun tijd doorbrengen.’

kort in Nederland’, stelt Oremus. ‘Daarbij kijken we vooral ook naar de betaalbaarheid van woningen. Binnen ons impactplatform hebben we dit bijvoorbeeld vertaald naar een maximale netto huurprijs die niet meer mag zijn dan 30% van het besteedbare inkomen voor huishoudens binnen het toepasselijke geografische gebied. Naar dit soort woningen is grote vraag vanuit de gebruikersmarkt en dus is er nauwelijks sprake van verhuurrisico. Behalve naar betaalbaarheid kijken we ook hoe we op andere vlakken kunnen bijdragen aan een gezondere, betere wereld. Op complexniveau en als het even kan zelfs op wijkniveau zetten wij steeds meer in op de sociale component van ESG. Wij zetten ons voor specifieke doelgroepen in voor het creëren van een community. Dat doen we door plekken te realiseren waar mensen elkaar ontmoeten, samen initiatieven ontplooiën en ook samen faciliteiten delen. Dat kan een gezamenlijke keuken of woonkamer zijn, maar ook werk- en studieplekken. Dat doen we selectief en met maatwerk. Niet elk concept is immers voor elke doelgroep geschikt.’

Logistieke powerhouses

In de logistieke sector richt verduurzaming zich vooral op energie-efficiëntie en hernieuwbare energie. ‘Voor onze logistieke assets in Nederland geldt dat een groot deel hiervan is voorzien van zonnepanelen. Onlangs is zelfs het eerste full-electric logistieke gebouw opgeleverd’, vervolgt Hicks. ‘Logistiek vastgoed leent zich goed om in de toekomst een van de belangrijkste energiedragers te worden. Ze kunnen uitgroeien tot grote energiefabrieken. Wij verwachten dat het gedecentraliseerd opwekken, het opslaan en het slim en efficiënt gebruiken van energie de belangrijkste technische kenmerken worden van deze asset class. En dit misschien juist wel in Nederland, omdat de capaciteit van het elektriciteitsnet hier een groot issue is.’

De grote opgave voor de komende jaren is om de energie die wordt opgewekt in de

zomer tijdelijk op te slaan, zodat deze energie kan worden geogst in de winterperiode. Op dit moment is de batterijtechnologie nog niet zover. Energie kan voor steeds langere perioden worden opgeslagen, maar het transporteren van zomer naar winter is nog een issue. Hier moeten innovatie en technologie hun werk nog doen.

Gezonde en levendige binnensteden

Verduurzaming van winkelvastgoed vraagt om een totaal andere aanpak dan bijvoorbeeld kantoren en woningen. In deze sector staat samenwerken met retailers centraal, omdat de installatie en afbouw van winkels bij de retailers zelf ligt. In deze sector wordt de wisselwerking tussen huurder en verhuurder steeds belangrijker. Omdat ook deze sector grote stappen maakt in maatschappelijk verantwoord – en dus duurzaam – ondernemen, gaan ook hier de ontwikkelingen snel.

‘Ook in retail ligt onze focus vooral op het realiseren van ‘places people love’. Plekken waar mensen graag naartoe gaan en hun tijd doorbrengen,’ zegt Oremus. Een van de grote opgaven in retail is de transformatie als gevolg van de afgenomen vraag naar winkelruimte. Hier is de grote uitdaging nieuwe bestemmingen te vinden die bijdragen aan gezonde, levendige binnensteden. ‘Wij doen dat bijvoorbeeld met faciliteiten en voorzieningen waar meer mensen gebruik van kunnen maken of waar consumenten verschillende activiteiten kunnen combineren: winkelen, werken, elkaar ontmoeten of bijvoorbeeld een museum of bioscoop bezoeken.’

Een voorbeeld hiervan is de herontwikkeling van het voormalige V&D- en Hudson’s Bay-gebouw in het centrum van Den Haag. De vastgoedvermogensbeheerder herontwikkelt de verdiepingen daarvan naar huisvesting voor de campus Den Haag van de Universiteit Leiden, terwijl de plint voor een groot deel retail blijft. Dit past volgens Hicks uitstekend bij de plek: ‘Het brengt een doelgroep van meer dan vierduizend mensen naar hartje stad, wat goed is voor de retailers in het gebied. Daarnaast zorgt het voor meer levendigheid in het gebied. Er is straks achttien uur per dag dynamiek in en om het gebouw. Als je het hebt over de S in ESG, is dit een voorbeeld van hoe je invulling kunt geven aan deze component.’ ■

Disclaimer

Dit is een advertorial van CBRE Investment Management EMEA AIFM B.V. (CBRE IM), een geautoriseerde beleggingsfondsmanager. CBRE IM is geregistreerd in het register van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Nederland (www.afm.nl/register).



Paul Oremus

Country Manager en
Fund Manager Dutch Funds,
CBRE Investment Management



Sheila Hicks

Senior Portfolio Manager
Dutch Funds,
CBRE Investment Management

IN HET KORT

Duurzaamheid en impactbeleggen zijn noodzaak binnen de vastgoedsector.

De Parijsdoelen zijn leidend binnen alle sectoren van de Nederlandse vastgoedmarkt.

We streven naar een betaalbaar en leefbaar woningbestand.

Logistiek vastgoed kan een belangrijke rol spelen in de energievoorziening.

Binnen retail ligt de focus expliciet op het creëren van ‘places people love’.

Climate risk in real estate

The real estate sector represents about 38% of energy consumption and 29% of all greenhouse gas emissions in the EU¹. The sector therefore has a very important role to play in our combined effort to combat climate change and to work towards the 1.5° path as set out in the Paris Agreement.

By *Timothée Raully*



The goal to be net zero by 2050

As the knowledge in the market grows, so does the understanding of the magnitude of the challenge we face. The emissions from our assets are now expanding to include both operational emissions, the emissions from the day-to-day use of our assets, and embodied emissions, or those emissions which result from the materials used in the creation or refurbishment of our assets.

As asset managers, it's important to recognise that when we talk about net zero, there are some limitations on what can be delivered. For example, while we can actively invest in more energy efficient buildings,

or build lower-carbon developments, there are limitations as to how much control can be placed on the performance or operations of our tenants. Similarly, very few managers have a mandate to acquire carbon offsets on behalf of their clients, for example, to deal with hard to abate emissions such as those from refrigerants.

Within our organisation, we focus on how we can invest to improve asset performance, to make sure that we can drive energy efficiency and that we can reduce the overall emissions of that particular asset, regardless of location or type. But it is equally important to articulate the remaining carbon 'liability'

to be addressed with the asset owner and client.

The reduction of operational carbon emissions is often focused around improving energy efficiency of existing assets, for example through better insulation or smarter systems, and through the change of fuel source, from fossil fuel to low carbon alternatives, such as through the installation of renewable energy on site, or the replacement of gas boilers with electric heat pumps. Additionally, emission reductions can also be achieved by incentivising and educating tenants on more efficient energy usage.

Often overlooked, however, are the embodied emissions resulting from the materials used to build or refurbish assets, such as cement and steel. This can also include the transportation of these materials from extraction to end use.

While energy efficiency of

‘The current renovation rate in Europe is far too slow to meet the Paris targets. Furthermore, at some point carbon costs must be passed on into the economy.’

‘While energy efficiency of buildings has increased over the last decades, much more emphasis will have to be placed on embodied carbon emissions.’

buildings has increased over the last decades, much more emphasis will have to be placed on embodied carbon emissions for the sector to be able to be net zero by 2050. Because embodied emissions are significantly larger for new developments than for retrofits and refurbishments, we expect a significant increase in more energy efficient retrofits will be necessary to meet global growth requirements.

The regulatory environment

On a European level there is much discussion about reallocating capital toward decarbonisation and meeting the Paris targets, but limited discussion on the necessary regulation to support the transition from brown to green real estate to help direct capital into refurbishing existing assets. This concerns most of the existing assets we will own and manage between now and 2050. The current renovation rate in Europe is far too slow to meet the Paris targets. Furthermore, at some point carbon costs must be passed on into the economy. The real estate sector is beginning to

anticipate this, but there are few organisations that are currently engaged in discussions with regulatory bodies about this. Given the scale of emissions associated with the sector, it is likely that we will see increasing regulatory intervention in this space.

The role of climate risk tools

Climate risk tools are used to predict future impact on investments. The number of available tools is growing, which is positive, but it is also dangerous to take them as certain, as they are still in early phases. CRREM, Carbon Risk Real Estate Monitor, is a great example. It's an EU-funded research project that sets Paris-aligned, science based energy use and carbon emission intensity targets for each year to 2050, by asset class and geographic location. It is one of the great enabling tools for our industry to align around a common goal, but depending on underlying assumptions (for instance normalisation for office hours, green power procurement, access to data, or lack thereof) there are

vastly different outputs which could impact decision making.

Best practices for accelerating emission reductions

In Australia there are new innovations in grid interactive buildings being used to stabilise grids, utilise renewable energy and reduce building emissions, such as where buildings are pre-heated or pre-cooled with renewable energy outside peak hours, in advance of a heat wave or a particularly cold period. This shifts the demand profile so that there is a reduced demand for power generation during the hottest part of the day, reducing strain on the grid and minimising demand for peak power input. Integrating these types of systems with intelligent digital solutions is one of the best practices of the past year. The sooner these approaches can become mainstream, the greater the opportunity to benefit from what is, certainly in Europe, a very rapidly decarbonising grid. ■

¹ Source : CRREM, as of July 2023.

Disclaimer

Source: AXA IM as of 31/07/2023. The information is estimated by AXA IM and is based on the investment team experience and current view of the market and is provided for illustrative purposes only. This marketing communication does not constitute, on the part of AXA Investment Managers Paris a solicitation or investment, legal or tax advice. This material does not contain sufficient information to support an investment decision.

Due to its simplification, this communication is partial and opinions, estimates and forecasts herein are subjective and subject to change without notice. There is no guarantee forecasts made will come to pass. Data, figures, declarations, analysis, predictions and other information in this document is provided based on our state of knowledge at the time of creation of this document. Whilst every care is taken, no representation or warranty (including liability towards third parties), express or implied, is made as to the accuracy, reliability or completeness of the information contained herein. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the recipient.

Issued by AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS, a company incorporated under the laws of France, having its registered office located at Tour Majunga-La Défense 9 -6, place de la Pyramide-92800 Puteaux, registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 353 534 506, and a Portfolio Management Company, holder of AMF approval no. GP 92-008, issued on 7 April 1992. In other jurisdictions this document is issued by AXA Investment Managers SA's affiliates in those countries.



Timothée Rauly

Global Co-Head Real Estate,
AXA IM Alts

SUMMARY

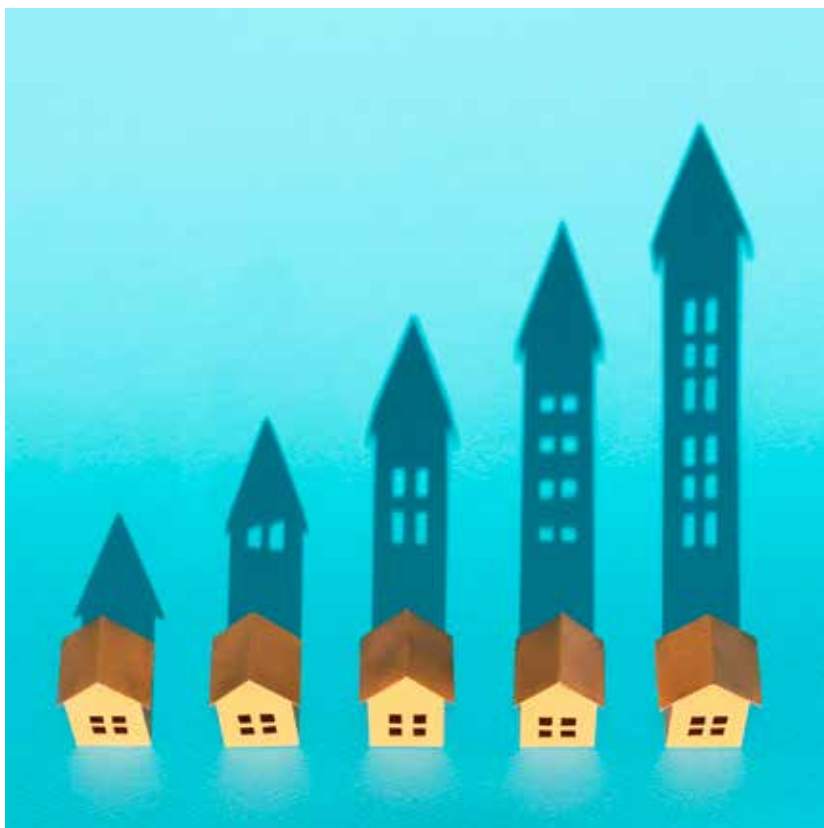
By improving asset performance, investors can help drive energy efficiency forward and reduce overall emissions.

The embodied emissions resulting from the materials used to build or refurbish assets is often overlooked.

There is much discussion about reallocating capital toward net zero, but little discussion on the necessary regulation to support the energy transition.

Climate risk tools and other solutions offer great opportunities for real estate investors.

‘Often overlooked are the embodied emissions resulting from the materials used to build or refurbish assets.’



Vastgoedtrends volgens experts van binnen én buiten de sector

De wereld van het vastgoed is in beweging. Snelle rentestijgingen, bankfaillissementen en een dreigende recessie hebben geleid tot forse prijsdalingen. Maar ook veranderingen in de wijze waarop gebouwen worden gebruikt, de noodzaak tot verduurzaming en demografische trends stellen de sector op de proef. Wat is de impact van recente ontwikkelingen op de vastgoedsector? Financial Investigator ging op onderzoek uit en sprak met drie academici en drie leden van de Commissie Vastgoed van CFA Society Netherlands.

Door Esther Waal

Rentestijgingen

2023 was tot nu toe een bewogen jaar voor de vastgoedsector. Zo was daar allereerst de snel gestegen rente. In hoeverre beïnvloedt die de aantrekkelijkheid van vastgoed?

Volgens Remco Rothkrantz van GRREY Company heeft de stijgende rente voor bijna alle stakeholders binnen het vastgoed een negatieve werking. Hij wijst op de duurder financiering van vastgoedobjecten, waardoor minder partijen geïnteresseerd zouden zijn of de mogelijkheid zouden hebben om te investeren in vastgoed. 'Hierdoor dalen de prijzen van het vastgoed. Dat was de afgelopen periode al zichtbaar bij de dalende koersen van beursgenoteerde vastgoedbedrijven.'

Maar Rothkrantz ziet op de langere termijn ook investeringskansen. 'De lagere prijzen creëren voor een investeerder die niet of beperkt afhankelijk is van financiering een (gunstiger) aankoopmoment. Daarnaast neemt de vraag naar huren toe, wat tot gevolg heeft dat huurprijzen stijgen. Oftewel, de horizon van beleggers is bepalend voor de aantrekkelijkheid van vastgoed, evenals het instapmoment.'

Inflatie

De inflatie bleek dit jaar hardnekkig. Welk effect heeft dat op de aantrekkelijkheid van vastgoed? 'Dat wisselt en is afhankelijk van de macro-economische omstandigheden', meent Friso Berghuis van Bouwinvest. 'Qua risico-rendementsverhouding positioneren beleggers vastgoed meestal tussen aandelen en obligaties. En dat lijkt gerechtvaardigd. Enerzijds kan bij vastgoed de coupon (huurstroom) grotendeels geïndexeerd worden. Anderzijds is de hoofdsom niet gegarandeerd en bestaat deze vaak voor een relatief groot deel uit vreemd vermogen.'

De mate van huurindexatie zit volgens Berghuis mede in de mogelijkheid van de huurder om die te kunnen doorberekenen in diens product of dienst. 'Daarbij zijn inflatie en rente sterk met elkaar gecorreleerd. Bij oplopende rentes komt de financiering onder druk te staan en hiermee ook de maximale betaalbare prijs of marktwaarde. Zo wordt het verschil tussen aanvangsrendementen en risicovrije rente minder gunstig en wordt vastgoed minder aantrekkelijk, tenzij compensatie in de vorm van huurstijgingen mogelijk is. Naarmate een prijscorrectie heeft plaatsgevonden en huurniveaus stijgen, zoals in

‘Je moet kritisch kijken naar te hoge en overwogen concentraties ten aanzien van een regio, type vastgoed of type huurder ten opzichte van de beleggingsdoelstellingen en benchmarks.’

self storage en logistiek, neemt de aantrekkelijkheid van vastgoed weer fors toe.’

Geopolitieke onrust

Door de gestegen rente en inflatie liepen de financieringskosten op en daalden de verwachte rendementen en liquiditeit. Maar te midden van deze ontwikkelingen was daar ook de geopolitieke onrust. Welke invloed heeft die op de vastgoedportefeuille?

Dennis van de Pas van Goldman Sachs Asset Management stelt dat geopolitieke ontwikkelingen en spanningen, zoals ook Covid-19, meegewogen moeten worden in alle fases van de beleggingscyclus. ‘Je moet kritisch kijken naar te hoge en overwogen concentraties ten aanzien van een regio, type vastgoed of type huurder ten opzichte van de beleggingsdoelstellingen en benchmarks.’

Doorgaans hanteren beleggers volgens Van de Pas in tijden van verhoogde geopolitieke risico's een hogere risico-opslag voor bepaalde regio's en sectoren of worden investeringen uitgesteld of zelfs uitgesloten op basis van sanctielijsten. ‘Het nut en de noodzaak om aanvullende spreiding binnen de vastgoedportefeuille aan te brengen, neemt toe.’

In de praktijk betekent dit volgens Van de Pas niet dat het aantal belegbare landen wordt uitgebreid, maar dat het zwaartepunt van de vastgoedportefeuille waar mogelijk wordt gericht op de stabielere regio's (de bewezen core-markten) en ontwikkelrisico vaker wordt vermeden. ‘Hierbij wordt vanwege het illiquide karakter van het vastgoed ook de allocatie

door beleggers voorzigtiger ingevuld en wordt soms de beschikbare investeringsruimte, als deze er überhaupt nog is vanwege het denominator-effect, tijdelijk gespreid in andere beleggingscategorieën.’

Fysieke klimaatrisico's

Naast recente trends die de vastgoedsector beïnvloeden, staat de sector ook onder druk door langer lopende processen. Klimaatverandering heeft direct en indirect invloed op het gebruik, de ontwikkeling en de aantrekkelijkheid van vastgoed. In hoeverre bereiden vastgoedbeleggers zich voor op de fysieke risico's van klimaatverandering?

Hoogleraar Nils Kok geeft aan dat fysieke klimaatrisico's dichterbij zijn dan veel vastgoedbeleggers denken. ‘Klimaatverandering lijkt soms nog ver weg. Moet een vastgoedbelegger daar al wat mee? Het antwoord is volmondig ‘ja’. Want hoewel projecties voor zeespiegelstijging vaak een horizon hebben van 2050 (of zelfs 2100), laten de effecten van klimaatverandering zich nu al gelden. Academisch onderzoek toont aan dat overstromingsrisico, paalrot door lager grondwater, maar ook bosbranden en hittestress, een direct effect hebben op de waarde van woningen en commercieel vastgoed, voornamelijk door hogere kapitaalkosten. Ook betaalgedrag op vastgoedfinanciering wordt negatief beïnvloed door klimaatrisico's. En dat zijn enkel de directe effecten van fysieke klimaatrisico's.’

Volgens Emeritus Hoogleraar Peter van Gool heeft het omgaan met klimaatverandering wel de aandacht van vastgoedbeleggers. Hij wijst dan op het klimaatbestendig maken van de vastgoedportefeuille, onder meer tegen weersextremen. ‘Bij veel nieuwbouw gebeurt dit al. Denk dan aan stevigere constructies, hogere dorpels ten opzichte van het straatniveau, waterabsorberende dakbedekkingen, waterbergingen (meer sloten), minder >

‘Overstromingsrisico, paalrot door lager grondwater, maar ook bosbranden en hittestress hebben een direct effect op de waarde van woningen en commercieel vastgoed, voornamelijk door hogere kapitaalkosten.’

‘Vastgoedbeleggers hanteren vaak een te korte horizon. Te kort om effectief om te gaan met de klimaatrisico’s die zich pas op de langere termijn manifesteren.’



Friso Berghuis

Director Listed Investments,
Bouwinvest



Dennis van de Pas

Executive Director, Alternative
Investments & Manager
Selection, Goldman Sachs



Remco Rothkrantz

Founder, GRREY Company

Friso Berghuis, Dennis van de Pas en Remco Rothkrantz zijn lid van de Commissie Vastgoed van CFA Society Netherlands. Recentelijk schreven ze in het voorjaarsnummer van het VBA-journaal een artikel over enkele heilige huisjes en mythes in de vastgoedsector.

harde bestrating, grotere en gescheiden water- en rioolafvoerbuizen en meer bomen en heggen. Klimaatverandering wordt ook steeds vaker in beleidsvorming meegenomen. Zo heeft bijvoorbeeld woningbelegger Vesteda een tool ontwikkeld die inzicht geeft in de risico’s voor de portefeuille van overstromingen als gevolg van dijkdoorbraken en extreme regenval, natuurbranden, grondwaterstijgingen en hittestress.’

Volgens Berghuis is het allemaal nog onvoldoende. ‘Vastgoedbeleggers hanteren vaak een te korte horizon. Te kort om effectief om te gaan met de klimaatrisico’s die zich pas op de langere termijn manifesteren. In hun investeringsbeslissingen richten ze zich voornamelijk op de actuele en verzekerbare impact van klimaatrisico’s, in plaats van de toekomstige toename van deze risico’s. Hoewel modellen voor fysieke klimaatrisico’s, zoals hittegolven, bosbranden, overstromingen en orkanen, steeds meer beschikbaar zijn, ligt de uitdaging in het toepassen van deze in kaart gebrachte risico’s op de toekomst.’

Het is volgens hem belangrijk om je te realiseren dat de huidige en toekomstige klimaatveranderingsrisico’s onlosmakelijk met elkaar zijn verbonden. ‘Verzekeringen hiertegen zullen geen vanzelfsprekendheid meer zijn. Een locatie die bijvoorbeeld nu nog maar een beperkt overstromingsrisico heeft, kan over 20 jaar een aanzienlijk groter risico lopen.’ Vastgoedbeleggers moeten wat Berghuis betreft dus verder kijken dan hun gebruikelijke investeringshorizon. ‘Dit betekent dat de impact van klimaatveranderingsrisico’s verder in de toekomst, ook in de prijs van vastgoed moet worden meegenomen. Dat gebeurt momenteel nog te weinig, door zowel beleggers als taxateurs.’

Transitierisico’s van klimaatverandering

En hoe zit het met de transitierisico’s? In

hoeverre bereidt de sector zich daarop voor? Volgens Van de Pas krijgen transitierisico’s meer en meer de aandacht doordat technologische ontwikkelingen, overheidsbeleid en -regelgeving, en voorkeuren van huurders en gebruikers in rap tempo wijzigen. ‘Er wordt getracht te voorkomen dat objecten ‘stranded’ raken en hun waarde verliezen, omdat te grote investeringen nodig zijn om de objecten marktconform te houden of te laten voldoen aan wetgeving (bijvoorbeeld een bepaald energielabel). Dit is ook van belang omdat het voor beleggers lastig is om vastgoedobjecten tegen dit soort risico’s te verzekeren.’

Ook Van Gool ziet het nodige plaatsvinden tegen een verdere opwarming van de aarde, vooral bij nieuwbouw en dan vooral gericht op energiebesparing. Hij wijst onder meer op duurzaam circulair bouwen, het gebruik van andere energiebronnen, meer isolatie, energiezuinig verlichten en hergebruik van water. ‘De bestaande voorraad is echter een veel groter vraagstuk.’ Maar ook daar wordt volgens hem aan gewerkt, ook al ziet hij hierbij met regelmaat grote hindernissen van politieke, technische en economische aard. ‘Sommige woningcomplexen zijn qua bouwaard niet goed te verduurzamen en dan is sloop met daarna nieuwbouw de enige goede oplossing. Dat stuit echter niet zelden op verzet van huurders die niet meer willen betalen voor een energiezuiniger huis. Collectieve warmtevoorzieningen op wijkniveau vragen om politieke inzet en die is er niet altijd.’

Kok wijst erop dat recente regelgeving om klimaatverandering af te remmen in toenemende mate gericht is op de vastgoed-

‘Sommige woningcomplexen zijn qua bouwaard niet goed te verduurzamen en dan is sloop met daarna nieuwbouw de enige goede oplossing.’

‘Healthy buildings wordt de volgende standaard.’

sector, met bijvoorbeeld eisen voor minimale energieprestaties voor gebouwen in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en binnenkort ook de Europese Unie, en een verplichte reductie van de CO₂-voetafdruk van gebouwen in onder andere New York.

Deze regelgeving leidt tot een tweedeling in de markt, stelt Kok. Hij ziet enerzijds gebouwen die (kunnen) voldoen aan de stringente regelgeving en anderzijds gebouwen waarbij de benodigde investeringen simpelweg te groot zijn ten opzichte van de huidige waarde, oftewel stranded assets die simpelweg niet meekunnen in de transitie. Kok: ‘Dus voor de vastgoedbelegger geldt: de klimaatverandering van de toekomst heeft effect vandaag.’

S van ESG

Aandacht voor de E van ESG is omwille van de risico's van klimaatverandering inmiddels dus onontkoombaar. In hoeverre is een goede score op de S van ESG van belang voor vastgoedbeleggers?

Hoogleraar Dirk Brounen stelt dat de S van ESG een gevoelige blinde vlek is, ook onder de groene koplopers binnen de vastgoedsector. ‘Velen kunnen amper benoemen waar deze S voor staat, laat staan welke meerwaarde het kan bieden. Op papier staat de S onder meer voor zaken als mensenrechten, arbeidsomstandigheden en voor relaties met maatschappelijke organisaties. Niet zo heel erg spannend, want veel hiervan wordt wettelijk prima geregeld in ons land.’

Wat Brounen betreft is het leuker en lonender om eens wat langer te denken over twee andere S-aspecten: diversiteit en gezondheid.

Brounen: ‘Zelf zou ik als vastgoedbelegger niet meer willen beleggen in vastgoedfondsen waarin de grote keuzes worden gemaakt door directies en werkgroepen die bestaan uit enkel blanke mannelijke 50-plussers. Een sterk vastgoedfonds maakt ruimte voor felle interne discussies,

waarbij de verschillende perspectieven worden gekoesterd. Ik zou diversiteit zelf daarom ook graag willen upgraden naar de zachte G van Goede Governance.’

Verder vindt Brounen het tijd om in te zien dat goed vastgoed ook een positieve bijdrage kan leveren aan de gebruikers. ‘Uit tal van onderzoeken blijkt dat vastgoed, via goede luchtkwaliteit, gezonde bouwmaterialen en goed gebruik van daglicht, gebruikers en bewoners gezonder kan maken en houden. Healthy buildings wordt de volgende standaard. Laten we hier geen twintig jaar over aarzelen zoals bij de E.’

Ook Rothkrantz ziet de S van ESG steeds belangrijker worden. Hij wijst erop dat er in het huidige maatschappelijke klimaat sowieso in toenemende mate meer aandacht is voor sociale overwegingen naast financiële overwegingen bij investeringsbeslissingen. ‘Zo ook binnen de vastgoedsector. Daarnaast staan de rendementen in het vastgoed onder druk. Dus zijn investeerders op zoek naar andere mogelijkheden om hun beleggingen te kwalificeren als ‘goed’.’

Hij vervolgt: ‘Mede door het tastbare karakter van vastgoed hebben investeerders veelal prioriteit gegeven aan het verbeteren van de E van ESG. Een opvallende trend is dat, nu deze aangescherpte focus zijn vruchten begint af te werpen en wetgeving meer sturend is geworden op dit aspect, beleggers meer zijn gaan kijken naar andere mogelijkheden om zich te verbeteren op het gebied van ESG. De S staat daarmee volop in de spotlight.’

Toch denkt Rothkrantz dat het voor vastgoedbeleggers lastig is om zich echt te profileren als ‘social investors’. ‘Het ontbreekt aan goede definities of labels om het sociale aspect meetbaar te maken. Daarmee ligt het gevaar van greenwashing op de loer en zullen investeerders terughoudender zijn in het actief alloceren naar social investments.’ ■

‘Het ontbreekt aan goede definities of labels om het sociale aspect meetbaar te maken.’



Dirk Brounen

Professor of Real Estate Economics, Tilburg University (TIAS Vastgoedlab)



Peter van Gool

Emeritus-Hoogleraar Vastgoedeconomie, ASRE



Nils Kok

Professor in Real Estate Finance, Maastricht University

Public REITs for long-term property exposure

Apart from relative valuation, there are other key reasons to favour public over private REITs for forward-looking investors.

By Guy Barnard, Tim Gibson and Greg Kuhl

This idea that public REITs are trading at a large discount to their private counterparts' reported values has been written about extensively and is now accepted wisdom. We believe that the relative valuation gap between public and private real estate is not the most important reason to invest in public REITs today.

Aside from spot valuation, we would point long-term investors to two other factors that we think will be more important drivers of relative return between public and private real estate over the next decade.

1) In a world where money is no longer 'free', real estate fundamentals and operating acumen will be the primary driver of real estate returns.

In this regard, we think public REITs have a meaningful advantage over their private counterparts.

Generationally cheap debt was a very significant driver of returns for highly levered private real estate vehicles over the decade leading up to the pandemic. Some might even argue that the performance of certain private real estate funds was more about financial engineering than about real estate fundamentals over this timeframe. Conversely, public REITs spent the 2010s deleveraging their balance sheets, which was a headwind to cash flows. But US public REITs still outperformed private by around 2.0% per annum¹.

How did public REITs outperform with lower leverage?

In our view, public REITs outperformed private during the 2010s mainly because of superior real estate fundamentals. This includes more favourable

property type exposure and stronger operating platforms that are costly, difficult to assemble, complex, and better suited to infinite-lived public companies.

The majority of private real estate investment has been and remains in the core property types of office, retail, industrial, and apartments. Public REITs also offer high quality exposure to the core property types, but the majority of exposure today is to non-traditional property types like cell towers, data centres, self-storage, senior housing, single tenant net lease and single-family rental.

Private real estate's focus on the core property types is partly an exercise in necessity. For example, for a large private equity real estate manager, it is far more expedient to underwrite and acquire one office building for \$400 million and hire a real estate services firm to manage the asset, than to underwrite and acquire 40 self-storage facilities for the same price and establish an operating platform servicing thousands of underlying tenants.

FIGURE 1: FINANCIAL STRENGTH NOW A KEY CHARACTERISTIC OF THE SECTOR, US REITS RAISED \$21.6BN FROM SECONDARY DEBT IN H1



Source: NAREIT, S&P Global Market Intelligence, 30 June 2023.

Non-traditional property takes more time to assemble into a quality portfolio and is typically more operationally intensive than core property types. This makes non-traditional property a good match for infinite-lived public companies, which can typically continuously access capital via the debt and equity markets. The core property types generally have 'chunkier' (higher-dollar value) individual assets, which are more conducive to the desktop underwriting and third-party management approach employed by private real estate. Non-core property types typically require much lower maintenance capital investment. They can benefit from more favourable supply and demand dynamics relative to the core property types, given they are more exposed to demographic and technology tailwinds, increasing the potential for better cash flow growth.

For investors who agree with our view that the next decade of real estate returns will not be driven by cheap debt, but instead by the cash flow growth of underlying properties, public REITs can be a great place to be.

2) High-quality real estate naturally flows into the strongest hands, in other words those with the best access to capital and the lowest cost of capital.

Today this is very clearly public REITs. The value of real estate compounds slowly over time: public REITs' ability to enhance and expand their portfolios today should pay (literal)

dividends over the next decade and beyond.

During the 2010s, cheap debt provided massive buying power to those investors willing to maximize financial leverage, allowing them to pay the highest prices for real estate. Over this period, the average coupon on CMBS debt (a key source of debt financing for private real estate) was 4.5%. This then declined to 3.8% during the second half of the decade. The average term on CMBS debt was five years and the average spread over a 5-year US Treasury Note was 160bps. Today (11 August 2023), the yield on a 5-year US Treasury Note is about 4.3% and the average CMBS spread over Treasuries is 237 bps, which indicates a generic CMBS coupon of 6.7%². For office and retail assets, debt financing rates can be significantly higher than this.

What's the impact, now that real estate faces higher debt costs?

Real estate that was financed at high loan-to-values (LTVs) in the latter half of the 2010s at coupons averaging 3.8% are likely to see a dramatic decline (or elimination) in cash flows to equity when this debt needs to be refinanced at rates of around 6.6% today. Balance sheet pressure for private real estate owners is very real.

Balance sheet stress combined with redemption queues means we are likely to see private real estate owners selling real estate to raise capital. Public REITs with generally low leverage balance sheets coupled with continuous access to the

unsecured credit and equity markets are ready and waiting to take advantage of arising acquisition opportunities. We have already seen meaningful examples of this and expect there will be more to come. Real estate compounds in value slowly over time – today's acquisitions of high-quality real estate look set to fuel increased growth in public REITs for years to come.

Conclusion

Investors willing to study the historical context of public versus private real estate portfolio construction and returns in conjunction with the very different environment that exists today may come to appreciate our point of view on the long-term investment merits of public REITs vis-à-vis their private counterparts.

A cheap valuation relative to private real estate may be the 'sizzle' for investing in public REITs at the moment, but the 'steak' comes in the form of an increasingly divergent return outlook, which public REIT investors may likely savour for years to come. ■

- 1 Bloomberg, Janus Henderson Investors 10 years to 31 December 2019, FTSE Nareit All Equity REITs Index vs NCREIF ODCE Index. Past performance does not predict future returns.
- 2 Bloomberg, US 5-Year Treasury Note yield; ICE BofA US Fixed-Rate Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) Index OAS versus Govt, 11 August 2023.

Disclaimer

The views presented are as of the date published. This article is intended solely for the use of professionals, defined as Eligible Counterparties or Professional Clients, and is not for general public distribution. Marketing communication. Janus Henderson Investors is the name under which investment products and services are provided by Janus Henderson Investors International Limited (reg. no. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (reg. no. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (reg. no. 2678531), (each registered in England and Wales at 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE and regulated by the Financial Conduct Authority) and Janus Henderson Investors Europe S.A. (reg. no. B22848 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier). Janus Henderson and Knowledge Shared are trademarks of Janus Henderson Group plc or one of its subsidiaries. © Janus Henderson Group plc.



Guy Barnard

Co-Manager Global Property Equities Strategy, Janus Henderson



Tim Gibson

Co-Manager Global Property Equities Strategy, Janus Henderson



Greg Kuhl

Co-Manager Global Property Equities Strategy, Janus Henderson

SUMMARY

The impact of rate rises on listed property and the resulting discrepancy between public and private REIT valuations is well known.

The era of 'free money' is over. Real estate fundamentals and operating acumen are becoming the primary driver of real estate returns, which plays to the strengths of public REITs.

Public REITs' relatively low cost of capital leaves the asset class well positioned to take advantage of future opportunities.

Senior debt kan het risico-rendementsprofiel van de vastgoedportefeuille verbeteren

Senior real estate debt is een interessante toevoeging aan de vastgoedportefeuille, betoogt Vincent Nobel, Head of Asset Based Lending at Federated Hermes. Het is laag gecorreleerd met real estate equity en levert normaal gesproken stabiele rendementen op, óók in tijden van economische neergang, en kan een goede bijdrage leveren aan de net zero-doelstellingen van beleggers. Nobel heeft verder nog een bijzondere kijk op de juiste waardering van vastgoed.

Door Harry Geels

U kijkt iets anders tegen de waardering van vastgoed aan dan gebruikelijk door vooral de huurvraag op de lange termijn in beschouwing te nemen. Waarop is deze visie gebaseerd?

‘We maken onderscheid tussen de waarde en de prijs van onroerend goed. De waarde is gebonden aan het nut van het onroerend goed voor de huurders. Zonder huurders geen huurinkomsten en zonder huurinkomsten geen waarde van de belegging. In een stabiele of stijgende markt wordt deze basiswet makkelijk vergeten en wordt de taxatie

‘Het is bijna belangrijker dat een pand een huurder kan aantrekken dan dat er al een huurder in zit. Als een huurder in een slecht pand zit, zal hij vroeg of laat vertrekken.’

gedaan aan de hand van de gemiddelde huur in de omgeving en een multiple van die huur. Als de veranderingen in de markt echter groter of structureler zijn, gelden andere wetten. De vraag naar vastgoed is flexibeler dan het vastgoed zelf. Als huurders andere eigenschappen van hun vastgoed eisen, dan kan het moeilijk zijn om daaraan te voldoen. Hierdoor kan het zijn dat het nut of de algemenere aantrekkingskracht van het vastgoed minder wordt. Als huurders minder waarde hechten aan een gebouw, dan willen ze daar ook minder huur voor betalen.

De waarde voor de vastgoedinvesteerder wordt nog verder beïnvloed door het rendement dat andere sectoren kunnen leveren. In het huidige klimaat hebben we te maken met hoge inflatie en een hogere rente, waardoor de marktwaarde van vastgoed negatief beïnvloed wordt. Als huurders het nut van vastgoed herwaarderen, en als tegelijkertijd de rente ook nog eens gestegen is, kan de afwaardering te groot worden en kunnen er problemen ontstaan: de bekende ‘double whammy’. Als de vastgoedbelegger in alle marktomstandigheden geld wil verdienen, ligt een senior debt-product in vastgoed dat op de lange termijn voor huurders aantrekkelijk is, het meest voor de hand. Daarbij staat dan de vraagstelling centraal wat de uiteindelijke vraag naar vastgoed bepaalt. Het is bijna belangrijker dat een pand een huurder kan aantrekken dan dat er al een huurder in zit. Als een huurder in een slecht pand zit, zal hij vroeg of laat vertrekken.’

Wat is de link tussen de langdurige aantrekkelijkheid van vastgoed, de huurders en duurzaamheid?

‘Duurzaamheid van vastgoed is natuurlijk altijd belangrijk, maar dat werd niet altijd uitdrukkelijk zo benoemd. Duurzaamheid is wat ons betreft niet het iedere dertig jaar slopen en weer helemaal opnieuw opbouwen van een pand. Een van de belangrijkste dimensies van duurzaamheid is hoe lang een gebouw ‘meegaat’ en of de functie ervan eventueel redelijk efficiënt kan worden veranderd, bijvoorbeeld pakhuisen die worden omgevormd tot appartementen. Belangrijk voor vastgoedhuurders is wat we ‘general appeal’ noemen. Dat gaat verder dan de stijl van het gebouw. Het gaat ook om de stad, de wijk, de straat. Wil je er als huurder ‘gezien’ worden? Visualiseer het verschil tussen Canary Wharf en The City. De eerste wordt gekenmerkt door kille torens, de tweede door de wereldberoemde sfeer van de stad Londen. HSBC heeft recent gezegd dat ze

‘Voor nieuwbouw moeten vaak eerst oude gebouwen worden neergehaald. Dat helpt wellicht de individuele ‘portfolio metrics’, maar niet om op wereldschaal net zero te halen.’



CV

Vincent Nobel

Vincent Nobel trad in januari 2015 in dienst bij Federated Hermes Limited als Head of Real Estate Debt. Hij is nu verantwoordelijk voor alle asset-based debt-strategieën. Daarvoor was hij vanaf 2011 senior lid van het M&G Real Estate Debt team, waar hij hielp bij de oprichting en ontwikkeling van het Senior Real Estate Debt Fund. Eerder werkte Nobel drie jaar bij Barclays Corporate in hun gespecialiseerde debt-team en daarvoor vanaf 2004 bij Barclays Capital. Nobel heeft een MSc in International Business Studies van de Universiteit van Maastricht en een MA van Sciences-Po (IEP) in Parijs.

teruggaan naar The City, vooral voor de beleving die klanten en medewerkers daar ervaren. HSBC heeft aangegeven in Canary Wharf onvoldoende personeel te kunnen aantrekken. Het gaat ook om de kwaliteit van de gebruikte materialen. In de jaren zestig en zeventig zijn bijvoorbeeld veel panden, kantoren en huizencomplexen op te grote snelheid en met te goedkope materialen gebouwd. Daar moet een vastgoedbelegger kritisch beoordelen wat hij wel of niet wil kopen.’

Dus u propageert het verlengen van de leeftijd van bestaande gebouwen. Zou dat zelfs in het kader van net zero een centraal thema in de vastgoedindustrie moeten worden? En hoe kan het dat de focus in de industrie vooral op het bouwen van groene assets heeft gelegen?

‘Het is in het kader van duurzaamheid van belang ons twee zaken goed te realiseren. Ten eerste dat vastgoed continue investeringen behoeft, omdat er steeds verval van materialen is. Ten tweede dat de vraagbehoeften, in al zijn gradaties, dus stijl, plek, kwaliteit, sfeer en duurzaamheid, veranderen in de loop der jaren. Een goede vastgoedbelegger is vooral een goede trendwatcher. Dit klinkt als een open deur, maar is het niet. Veel vastgoedbeleggers hebben bijvoorbeeld tegenwoordig een pad tot net zero uitgestippeld en kijken niet verder dan, bij wijze van spreken, de ontwikkeling van de CO₂-emissies. De klimaatdoelen worden dan het gemakkelijkst

behaald door het neerzetten van groene gebouwen, met alle toeters en bellen. Maar daar helpen we het milieu op de lange termijn niet mee. Voor nieuwbouw moeten vaak eerst oude gebouwen worden neergehaald. Dat helpt wellicht de individuele ‘portfolio metrics’, maar niet om op wereldschaal net zero te halen. Een ander probleem waar institutionele beleggers wat betreft het verduurzamen van bestaande gebouwen tegenaan hikken, is het feit dat verbouwen vaak een tijd geen huur oplevert. Daarmee krijgt het vastgoed dus een ander risico-rendementsprofiel voor ze. Even plat gezegd willen veel beleggers liever naar buiten toe kunnen zeggen dat ze hun eigen klimaatdoelstellingen hebben behaald, waarbij ze vergeten dat er daarvoor gebouwen zijn neergehaald of andere gebouwen gewoon leeg blijven staan. Die leegstand van veel oudere gebouwen wordt er dus helaas ook niet door opgelost. We willen graag institutionele beleggers overhalen om bestaande bouw te vergroenen door de beleggingscategorie te benaderen als schuldeiser en niet als verstrekker van eigen vermogen, equity dus. Duurzame transitie krijgen dan een private equity-belegger die het risico loopt en die daarvoor ook beloond wordt als het slaagt. De institutionele belegger die het vreemd vermogen verschaft met senior condities, neemt in die gevallen minder risico, maar levert wel een actieve bijdrage aan de transitie van het vastgoed. Private equity is gewend om risico’s te lopen, in dit geval vooral de risico’s van een langlopende of duurder

verbouwing, en om de winst aan het einde te pakken. Het vraagstuk voor de institutionele belegger wordt dan hoe er belegd wordt, oftewel: hoeveel er wat betreft vastgoed gealloceerd wordt naar core, debt en private equity?

Aan wat voor soort rendementen moeten we dan denken?

Voordat we die vraag kunnen beantwoorden, is het belangrijk dat de institutionele belegger open staat voor zo'n total return benadering bij het behalen van zijn duurzaamheidsdoelen. Zo ja, dan gaan we per project kijken welke beleggingsvorm bij de belegger past. De doelelementen voor private equity bij vastgoedtransities kunnen, afhankelijk van de gebruikte leverage, wel naar de 20% gaan, maar die strategieën zijn dan erg marktafhankelijk. Gemiddeld kan met senior real estate debt nu zo'n 500 basispunten boven euribor behaald worden, maar dat is wel afhankelijk van de gekozen 'leverage', die wij bij voorkeur laag houden. Daarnaast hangt het af van de verdeling tussen reeds duurzaam vastgoed waar inkomen op gegenereerd wordt en transitievastgoed. Let wel, dit is een 'all weather strategy', dus cyclusonafhankelijk, hoewel de rendementen (zowel absoluut als relatief) wel veranderen tijdens een vastgoedcyclus. We kunnen leningen leveren met een vaste rente of een variable rente, met of zonder aflossing, met of zonder CapEx-onderdeel et cetera. Allemaal afhankelijk van het investeringsrisico dat de klant wil lopen.

Het doel van de debt-strategie is om een defensievere investering in vastgoed te bieden. Kijk bijvoorbeeld naar de COVID-crisis, toen er in sommige sectoren bijna geen huur werd betaald. Daardoor leed real estate equity verlies. Wij hebben toen echter op alle senior real estate loans onze volledige rentebetalingen ontvangen. Dit is dat defensieve karakter dat voor een vastgoedstrategie die uit zowel equity als debt bestaat zo nuttig kan zijn in tijden van hogere wisselvalligheid.

Soms vragen beleggers om een hogere spread dan 500 basispunten. Dat kan natuurlijk, maar dan gaat de leverage en daarmee het risico omhoog en groeit de correlatie met de directe vastgoedstrategieën. Wat mij betreft is de juiste vraag niet of je met senior debt een hoger rendement kunt bieden, maar of de yield ook gehaald kan worden in een neergaande cyclus. Een andere belangrijke vraag is hoe de belegger zijn huidige vastgoedportefeuille minder risicovol kan maken. Dit is mogelijk door te spreiden over verschillende vormen van beleggen (zowel direct vastgoed alsook

'We willen graag institutionele beleggers overhalen om bestaande bouw te vergroenen door de beleggingscategorie als schuldeiser en niet als verstrekker van eigen vermogen, equity dus, te benaderen.'

vastgoedleningen), zonder verwacht rendement in te leveren en zonder van het gekozen duurzaamheidspad af te hoeven wijken.

Hoe ziet zo'n verdeling over de verschillende vormen van vastgoedbeleggingen eruit?

'Het geëigende antwoord is natuurlijk dat dit afhangt van het type belegger. Met een gemiddelde allocatie van 20% naar real estate debt kan al worden aangetoond, via onze track record, dat het risico-rendementsprofiel van de vastgoedportefeuille verbetert. Dan heeft 80% van de portefeuille een cycluskarakter en 20% levert een stabiel rendement door de cyclus heen. De percentages hangen ook een beetje af van hoeveel risico's er in beide worden genomen. We draaien altijd enkele scenario's voor de klanten, om te ontdekken wat de optimale verdeling is. Dit is, voor zover ik kan overzien, een redelijk unieke benadering voor beleggen in vastgoed. Als we het goed doen, kan de debt-portefeuille, in de vorm van senior loans, geen enkele correlatie hebben met de equity-portefeuille.

De boodschap is dat risico's door spreiding tussen direct vastgoed en vastgoedleningen flink verlaagd kunnen worden, veel meer dan door in een vastgoedportefeuille te spreiden tussen verschillende sectoren. In bepaalde marktomstandigheden kan het verstandig zijn het allocatiepercentage iets aan te passen: bij een lage rente iets meer equity-exposure en bij hoge rente meer debt. Nu loont het dus om wat meer naar debt te alloceren. Binnen de leningportefeuille kunnen we dan bepalen in welke sectoren we het liefst investeren. Wij hebben momenteel minder dan normaal in kantoren belegd, voornamelijk omdat de kosten van duurzaamheidsverbeteringen vaak te hoog zijn voor kantoren. Daarnaast is er ook een mogelijk grote verandering gaande in hoe men kantoren wil gebruiken, en dat tast de waarde van die objecten aan. ■

Disclaimer

The value of investments and income from them may go down as well as up, and you may not get back the original amount invested. The views and opinions contained herein are those of the author and may not necessarily represent views expressed or reflected in other communications. This does not constitute a solicitation or offer to any person to buy or sell any related securities or financial instruments.

IN HET KORT

Bij het bepalen van de waarde van onroerend goed is het nut voor de huurders een essentiële component.

Duurzaamheid heeft ook te maken met hoe lang een gebouw meegaat en met 'general appeal'.

Het is vaak duurzamer om de bestaande woningvoorraad te vergroenen dan om oude gebouwen te slopen.

Een debt-strategie kan een defensievere investering in vastgoed bieden.

Risico's kunnen door spreiding tussen direct vastgoed en vastgoedleningen flink verlaagd worden.

Gedeelde verantwoordelijkheid

Met de stap naar een nieuw pensioenstelsel krijgen de werknemers meer eigen verantwoordelijkheid voor hun pensioen. Om die verantwoordelijkheid te kunnen dragen, moeten alle betrokken stakeholders goed samenwerken.

Op 30 mei 2023 brak een nieuw tijdperk aan voor het Nederlandse pensioenstelsel. Met de goedkeuring door de Eerste Kamer van de Wet toekomst pensioenen geeft Nederland een nieuwe vorm aan pensioenen. De focus in de berichtgeving ligt sterk op de overgang van uitkeringsregelingen naar beschikbare premiereregelingen. Andere veranderingen, zoals de geleidelijke stijging van de pensioenleeftijd, de mogelijkheid eerder te stoppen met werken bij zware beroepen en andere onderdelen, krijgen minder aandacht. Zoals bijvoorbeeld ook de veranderingen in het nabestaandenpensioen en de mogelijkheid van een 10%-uitkering ineens bij pensionering.



Door **Alwin Oerlemans**, CFA, Head of Product Management bij APG Asset Management, en **Rik Albrecht**, CFA, Bestuurder, Toezichthouder en Voorzitter Beleggingscommissie bij diverse pensioenfondsen. Beiden zijn lid van de Advocacy Committee van CFA Society Netherlands.

Met de verschuiving naar beschikbare premiereregelingen wordt duidelijk dat de risico's van de pensioenopbouw explicieter bij werknemers komen te liggen, ook al blijven belangrijke solidaire elementen, zoals een levenslange pensioenuitkering en het delen van risico's rond arbeidsongeschiktheid, in stand. Ook het aanhouden van een (solidariteits)reserve draagt bij aan het beperken van risico's voor werknemers. Werknemers krijgen hiermee een grotere eigen verantwoordelijkheid voor hun aanvullend pensioen. Voor de meeste werknemers blijft de AOW de basis van het toekomstige pensioen. Het aanvullende pensioen beweegt echter meer dan nu mee met de ontwikkelingen op financiële markten, hetgeen zichtbaar is in het persoonlijk pensioenvermogen. Hoe kan een werknemer deze verantwoordelijkheid goed zelf dragen?

Met die grotere verantwoordelijkheid voor de werknemer, neemt ook de verantwoordelijkheid van de pensioenuitvoerders en

andere betrokkenen toe om ervoor te zorgen dat de werknemer deze verantwoordelijkheid kan dragen. Dit is complex. Het begint bij een goede informatievoorziening en communicatie, zodat de werknemer weet hoe haar of zijn pensioen(vermogen) ervoor staat en welke risico's daarmee samenhangen. Gegeven de complexiteit van het pensioenproduct en ook de (verschillen in) financiële geletterdheid is dit een uitdaging. Het langetermijnkarakter van pensioen maakt het lastig om deze beoordeling te maken. Dit komt door de onzekere verwachte waardeontwikkeling en inflatie, maar evenzeer door veranderingen in persoonlijke omstandigheden.

Hoe krijgt de werknemer voldoende inzicht en wat is het bijbehorende handelingsperspectief? Voor pensioenuitvoerders geldt dat zij grote verantwoordelijkheid dragen voor een accurate administratie en communicatie over en het beheer van de toevertrouwde pensioengelden. Samen met hun uitvoeringsorganisatie(s) geven zij vorm aan de transitie en het toekomstige pensioenbeheer. Het vermogensbeheer wordt aangepast aan het nieuwe pensioencontract, zodat de beleggingen blijven aansluiten bij de risicohouding van de deelnemers. Ook de voorkeuren van deelnemers ten aanzien van duurzaam en verantwoord beleggen worden belangrijker. Op het terrein van communicatie over vermogensbeheer moet er veel gebeuren, nu deelnemers een persoonlijk pensioenvermogen krijgen. DNB moedigt pensioenuitvoerders aan 'tijdig mogelijke knelpunten te adresseren'.

Voor pensioenuitvoerders, hun uitvoeringsorganisaties, adviseurs en toezichthouders ligt er een grote uitdaging om de werknemer in staat te stellen de grotere eigen verantwoordelijkheid waar te maken. De trend naar meer zelfredzaamheid wordt echter alleen een succes als alle schakels in de pensioenketen hun rol en verantwoordelijkheid goed oppakken. Zo bereiken we zelfredzaamheid voor pensioen toch samen. ■

Private credit: looking forward and looking back

The higher yielding parts of the private credit market are possibly facing their first recession. We caught up with Lushan Sun, Private Credit Research Manager at Legal & General Investment Management (LGIM), to find out what headwinds and opportunities she sees.

By Harry Geels

How has private credit as an asset class fared in the first half of the year?

‘Let’s start with the question how we define private credit. In its simplest terms, it is a loan between a borrower and a lender that is not publicly traded. It can be bilateral between one borrower and one lender, or a syndicated loan with multiple lenders – although there will typically be fewer lenders in private markets than in public markets.

Lenders in private markets generally have much more direct access to borrowers’ senior management teams. There can also be more flexible terms, especially with regard to ESG requirements. Default rates in private credit markets are expected to be lower than those in public markets, since many loans are secured against tangible assets.

Turning to the markets, conditions for credit have been very challenging since the onset of the war in Ukraine. There has been a lot of volatility in the broader market, but private credit has proven quite resilient. As central banks have hiked rates in response to the present bout of inflation, yields in private credit have moved much higher.

‘General market volatility has made issuing public debt more challenging. Negotiating power has gradually shifted from borrowers to lenders, which is positive for private credit.’



They have reached levels we haven’t seen previously, making the asset class in our view quite attractive.

In the public credit markets, we haven’t seen much divergence in spreads between different sectors, which is peculiar given that many analysts are forecasting a recession. In the private credit markets, we have noticed greater spread divergence between cyclical and defensive issuers. Defensive sectors are still witnessing a lot of demand, with over-subscription on new issues and tighter spreads.

We are seeing more and more borrowers diversifying their borrowing needs. In the past, it was primarily banks and public markets, but today private markets are becoming more professional, driven by bank retrenchment, at least in the smaller and mid-market areas. Also, general market volatility has made issuing public debt more challenging. Negotiating power has gradually shifted from borrowers to lenders, which is positive for private credit.

In general, we are observing loans’ maturities becoming shorter this year, because borrowers don’t want to lock in the current high rates for a long time.’

Is there a more general trend from public to private markets?

‘It is widely known that fixed income investors have gravitated towards private credit during recent years, in search of yield in the low-rate environment that followed the global financial crisis (GFC).

‘Real estate debt is an interesting space at the moment. We have seen significant real estate equity valuation corrections this year, first in Europe and then in the US.’

I would like to make a distinction between private credit in investment grade and its high yield counterpart. The former has been around for decades, with a strong track record through different economic cycles, with insurance companies the main investors. In a recent publication, I called this market ‘the unsung hero,’ given its resilience across economic cycles and that it is relatively unknown to institutional investors.

High yield private credit has only recently started to grow, with the emergence of direct lending, mezzanine financing, and junior loans. People tend to label these as ‘the private credit market,’ but in my opinion it’s more nuanced, because investment grade private credit is a large market and has a much longer history. This myopic view of the private markets, especially assuming it consists solely of high yield issuers, has been fostered by benign conditions and the fast growth of high yield from the GFC to last year. So yes, we have seen the private markets grow, but mostly in the higher yielding segments.’

Given current market stress, what catches your eye?

‘Real estate debt is an interesting space at the moment. We have seen significant real estate equity valuation corrections this year, first in Europe and then in the US.’

The biggest challenge for real estate debt borrowers is massively higher (re)financing costs. Lenders and borrowers are working closely to find the best solutions: it’s not in lenders’ interests to allow a default and take the assets, so we have seen banks extending current loans for one or two years to get borrowers through these challenging times. Borrowers are in general willing to inject

more capital, because there is still a lot of equity left to protect.

We don’t expect a crisis like in 2008, because leverage levels are much better now: around 60%, compared to 80% then. However, there are situations where solutions cannot be found, especially if the lenders are smaller US banks that have come under pressure as a result of higher rates and deposit flight. This means some increase in forced sales is possible.

At the same time, real estate credit markets currently offer investors a window to provide financing at what we believe are attractive yields. We are witnessing a lot of refinancing activity in sectors that are quite resilient, such as industrials, logistics, residential, and student accommodation, and leverage levels are trending lower.’

Will there be a recession in the US and Europe, and if so, where do you expect the strongest headwinds?

‘Recession is still LGIM’s base case. We believe the lagged effects of the significant rate rises have still to manifest themselves. However, it remains to be seen how deep the recession will be. If one arrives, whatever it looks like, there isn’t much scope for central banks to lower rates, given still-high levels of inflation.

But our take is that private credit markets have already priced in recession risk to a larger extent than the public markets. In other words, if the recession arrives, we would expect more volatility in public than in private markets. Given the potential macro headwinds, in our view investment grade private credit could potentially offer a good haven over the long-term, as previous down cycles have suggested.

On the other hand, high yield private credit markets will be facing their first serious downturn, and performance will depend on individual borrower’s ability to cope with financial stress. But this part of the private credit market has re-priced significantly and is currently offering yields from high single digits to mid-teens, depending on level of risk and position on the capital stack.’ ■

Key Risk Warnings

The value of investments and the income from them can go down as well as up and you may not get back the amount invested. Past performance is not a guide to future performance. The details contained here are for information purposes only and do not constitute investment advice or a recommendation or offer to buy or sell any security. The information above is provided on a general basis and does not take into account any individual investor’s circumstances. Any views expressed are those of LGIM as at the date of publication. Not for distribution to any person resident in any jurisdiction where such distribution would be contrary to local law or regulation. Legal & General Investment Management Ltd. Registered in England and Wales No. 02091894. Registered office: One Coleman Street, London EC2R 5AA. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.



Lushan Sun

Private Credit Research Manager,
Legal & General Investment
Management

SUMMARY

Private credit has proven quite resilient despite volatility in the broader market.

Private credit markets have greater spread divergence between cyclical and defensive issuers.

Private credit markets are growing, but mostly in the higher yielding segments.

Real estate debt offers plenty of opportunities.

High yield private credit markets may face their first serious downturn due to the expected recession.

Sustaining strong performance in an evolving infrastructure landscape

The outlook for infrastructure remains positive, and high-quality businesses should deliver sustained performance through the ups and downs of the economic cycle.

By Andrew Morris

As large investors' allocations to infrastructure have matured, they are thinking about how to complement their existing decisions for portfolio construction. Typically, they want more control over where capital is deployed by choosing the risk profile and specific markets, sectors, or even individual asset selection. For example, there has been a proliferation of single-asset continuation funds, where seed assets give investors the chance to appraise the assets in which they will invest. Large investors are looking for a more tailored approach through mandates where they can design and implement a bespoke investment strategy.

'Look for opportunities that are economically competitive, provide market solutions and are not overly reliant on subsidies.'



Opportunities in an increasingly competitive market

Opportunities can be found in sectors that have strong tailwinds and strong regulatory and supportive legal regimes. Value can be created by deploying capex to expand or build new infrastructure. For example, new data centres and tower assets, expanding and densifying fibre networks, and new wind and solar power plants. Another strategy is to look for different entry points into an asset, an example being the re-powering of a wind farm portfolio by increasing its efficiency and thus extending its useful economic life. By staying in the mid-market space, where there is less competition and valuations appear to be more reasonable, one can support the growth and make a material difference to these SMEs.

The promise of digital infrastructure

The move to a full-fibre world will provide a long

tailwind of growth opportunity. However, not all digital-infrastructure businesses will benefit equally, as different subsectors mature. There are common trends impacting future performance that investors should be thinking about.

First, can these businesses, over an extended period, increase prices to their customers? In the United Kingdom, we've seen double-digit increases to retail prices, which is not sustainable. While that might provide short-term benefits to investors, there may be longer-term negative effects as customers look to save money.

Second, with significant growth pipelines and capex planned, does cost inflation impact projected returns on growth investment? Investors take full capex-cost risk in many digital businesses, and the historically benign inflation and interest-rate environment have masked this underlying risk.

Finally, with all the projected build, there is risk of over-capacity and infrastructure competition leading to price erosion or lack of usage. There is evidence of these issues affecting digital businesses across different markets, a clear example being the challenges in the altnet sector (smaller, alternative broadband providers) in both the United Kingdom and Germany.

Addressing the energy transition

The clean energy landscape is evolving rapidly with unprecedented policy support (for instance, the US Inflation Reduction Act). Identifying the right entry point is a challenge though, and we recommend investors to look for opportunities that are economically competitive, provide market solutions and are not overly reliant on subsidies.

Strategies should therefore be research-led and dedicated research teams should continuously assess different clean-energy technologies and solutions such as hydrogen, renewable natural gas and carbon capture, utilisation, and storage (CCUS) to help identify which emerging business models will be sustainable and successful in the longer term.

Similarly, the decarbonisation of transport could be the next big opportunity in energy transition, as emissions from transport ac-

count for 23% of global emission and are still rising.

We are still at the very beginning of what needs to be done to decarbonize our economy and the sources of power and energy. There is a long way to go, and this sector will continue to present interesting opportunities for investors going forward.

Diluted inflation protection

Infrastructure's key premise is to provide long-term, stable returns with inflation protection. But as the definition of infrastructure has expanded, the direct inflation link in underlying businesses has - to some extent - been diluted. Investors are digging in to understand how inflation is affecting revenues, costs and capex.

In core infrastructure, assets typically have contractual revenue streams that allow investors to pass on inflation. But when inflation is high for a prolonged period, sensitivity is needed to the impact on customers and other key stakeholders, which is likely to mean some 'give and take' in any pricing decision.

In the core-plus market, businesses typically have more flexibility to set their own prices, but in a more competitive market with higher prices, the elasticity of demand consequences.

Inflation is well understood in the energy markets, and merchant exposure has benefited business during this period of higher inflation.

In digital, inflation is less understood, and the sector is going to be tested through a period of slower growth and higher inflation. It appears that certain types of digital businesses and markets are likely to provide better inflation protection.

Changed cost of capital environment

The rise in rates impacts investors' portfolios and has led to a slowdown in decision making. This has taken momentum out of the market. The fundraising environment is harder, and transactions are taking longer to close, as bid-ask spreads are emerging between buyers and sellers, indicating the cost of capital is resetting.

Infrastructure has benefited during the past low-rate decade as a yield-replacement strategy, and that dynamic has now flipped. Infrastructure still offers diversification benefits, but it is likely investors will start to expect higher returns from infrastructure. We've seen valuations reset in public markets, and relative-return institutional investors typically move first to adjust their cost of capital to changing economic fundamentals. In the meantime, the dry powder raised the past few years may support valuations as that capital gets deployed. The rising cost of debt, however, will reduce the leverage available and may put downward pressure on valuations. ■



Andrew Morris

Managing Director and Head of Infrastructure Equity, UBS Asset Management

SUMMARY

Digital infrastructure will provide a long tailwind of growth opportunity.

The clean energy landscape is evolving rapidly and presents interesting opportunities.

The effects of inflation on infrastructure still aren't completely understood and vary by sector.

The rise in rates impacts investors' portfolios and has led to a harder fundraising environment and a longer lasting process for transactions to close, indicating the cost of capital is resetting.

'In digital, inflation is less understood, and the sector is going to be tested through a period of slower growth and higher inflation.'

De prijs van klimaatverandering

Door Bouko de Groot Fotografie Cor Salverius Fotografie



De impact van de klimaatverandering op de beleggingsportefeuille is veel groter dan we nu kunnen becijferen. Welke rol speelt het al, wat kunnen we er eigenlijk van meten, hoe groot is het risico op stranded assets, wat doet het met het financieel rendement en waar liggen de kansen? Drie experts aan het woord.

Het door Financial Investigator georganiseerde en drukbezochte seminar over Climate Risks & Opportunities in Real Assets in Utrecht sloot af met een paneldiscussie over klimaatrisico's met drie specialisten. De discussie werd geleid door Luc Joosten, Managing Director van a.s.r. real assets investment partners. Hij begon met een inventarisatie.

Welke invloed heeft klimaatverandering op het portefeuillebeheer?

Robert-Jan Foortse, Head of European Property Investments bij APG Asset Management, trapte af. De twee belangrijkste componenten van de verandering zijn voor hem het transitierisico en het fysieke klimaatrisico. Over dat tweede vertelde Foortse: 'Wij hebben van onze investeringen de geo-coördinaten van alle onderliggende gebouwen verzameld, ongeveer 110.000. Vervolgens hebben wij geanalyseerd in welke mate die gebouwen zijn blootgesteld aan klimaatrisico's als hitte, koude, droogte, overstromingen, brand, aardbevingen, orkanen en de stijging van de zeespiegel. Dat heeft geleid tot een raamwerk waarmee we nu een beeld hebben van waar het fysieke klimaatrisico in onze portefeuille zit. De uitdaging is om de risico's in te prijzen. Voor het transitierisico is dat op dit moment gemakkelijker. Het fysieke klimaatrisico, dat is waar de echte uitdagingen liggen en waar we het verschil kunnen maken.'

Andrea Palmer, Responsible Investment Lead, Listed Real Estate bij PGGM, legde uit dat klimaatverandering de portefeuillebeheerprocessen op twee manieren beïnvloedt, via risicomangement en via impactmanagement, die elkaar niet uitsluiten. 'Het is onze doelstelling om 100% van onze vastgoedportefeuille te hebben in bedrijven, fondsen of

individuele activa die een op de wetenschap gebaseerde CO₂-reductiedoelstelling hebben. Dat kinkt wellicht wat vreemd, doelen als doelstelling, maar we vonden dat het meest activerend voor die bedrijven. Anders is voor hen de makkelijkste manier om de reductie te halen immers door de probleemassets te verkopen. Maar dat doet natuurlijk niet echt veel.'

Arjan van Wieren, Head of Real Assets bij MN, vulde de twee aan met een derde punt. 'We werken nauw samen met onze managers om onze CO₂-voetafdruk te verkleinen. Een van de belangrijkste uitgangspunten is dat alle betrokken partijen de Paris Pledge for Action hebben ondertekend. Dus de net zero-ambitie, die is er. Als sector moeten we echter heel nauw samenwerken om dit voor elkaar te krijgen. Dat is niet makkelijk. Zo hebben we veel problemen met het verkrijgen van data, de kwaliteit van de data en de dekking van de data ten aanzien van de CO₂-voetafdruk van alle assets in de portefeuille. Daar kunnen we samen met de managers aan werken, om dat te verbeteren en om meer transparantie te krijgen over waar we nu staan én hoe we het CO₂-niveau naar beneden gaan krijgen.'

Klimaatverandering en de impact op real assets was hét thema van de middag. Joosten wilde weten hoe serieus we de bijkomende risico's nemen.

Is het risico van stranded assets het belangrijkste risico dat beleggers de komende decennia moeten managen?

Palmer wilde eerst wat nuance aanbrengen, want wat is een 'stranded asset' nu precies? 'Het is erg afhankelijk van de situatie. Het hangt af van de locatie, het type huurovereenkomst, het type eigendom, regelgeving, en ga zo maar door. Stranded assets omvatten dus veel. Kijk je bijvoorbeeld naar de CRREM-definitie, dan staan daar termen in als veroudering en het risico van veroudering. Maar die zijn subjectief. Je kan het ook bekijken vanuit het perspectief van vroegtijdige afwaardering. Als het niet wordt afgewaardeerd of afgeschreven op basis van de taxatiewaarde, dan weet ik niet of het al stranded is. CRREM creëert een wat vreemde taal over wat het precies is.'

Foortse voegde nog een andere nuance toe. 'Ik zou zeggen dat op de korte termijn stranded assets inderdaad waarschijnlijk het groot->



VOORZITTER

Luc Joosten

Managing Director,
a.s.r. real assets investment
partners



Robert-Jan Foortse

Head of European Property
Investments, APG Asset
Management



Andrea Palmer

Responsible Investment Lead,
Listed Real Estate, PGGM



Arjan van Wieren

Head of Real Assets, MN

‘Het fysieke klimaat-risico, dat is waar de echte uitdagingen liggen en waar we het verschil kunnen maken.’

ste risico zijn. Op de langere termijn zie ik fysieke klimaatrisico's echter als een véél groter risico.’

Van Wieren ging daarop door. ‘We hebben tegenwoordig met heel veel risico's te maken. In de context van het klimaat is het monitoren van het risico van stranded assets erg belangrijk. Een van onze grootste uitdagingen is het beschermen en het creëren van waarde voor onze opdrachtgevers en pensioendeelnemers. Dus als we dit risico niet echt grondig managen, krijgen we te maken met assets die worden afgeschreven en ontstaan er zogenaamde brown discounts in de portefeuille. Dan halen we de CRREM-routes niet die de verdere opwarming van de aarde beperken tot de 1,5°C. We zijn het aan onze opdrachtgevers en pensioendeelnemers verplicht om hier echt hard aan te werken. Of het ook het grootste risico is? Het is één van de grootste en we moeten dat nu al aanpakken. Het is echt zorgwekkend dat we met zijn allen achterlopen op de ambitie die we hebben vastgesteld in Parijs. We moeten de CRREM-routes hanteren om op het juiste pad te blijven om onze doelstellingen te halen.’

Gaan de twee dan niet hand in hand? Immers, als je je transitierisico niet managet, neemt je klimaatrisico alleen maar toe. Toch is dat niet zo zwart-wit, legde Foortse uit. Als voorbeeld noemde hij een hotel in Manhattan. Dat ligt precies aan de goede kant van het overstromingsrisicogebied: mooi, risico gemanaged! ‘Maar toen realiseerden we ons dat de stad New York een grote vloedmuur zal bouwen om dat overstromingsrisico aan te pakken. De kosten daarvan zullen waarschijnlijk worden gedragen door alle vastgoedeigenaren in Manhattan. Dus terwijl ons specifieke gebouw geen risico loopt, worden we wel geconfronteerd met een veel groter probleem waarvoor we zullen moeten betalen. Dat moeten we inprijzen. Maar dat kunnen we nog niet in alle gevallen: hoe kan je bijvoorbeeld inprijzen wat de stad Miami in de toekomst gaat of moet doen om schade te voorkomen als de zeespiegel daar stijgt? Dát is voor mij het grote risico. Capex in een individuele asset stoppen is relatief makkelijk, maar dat andere deel kan ik niet weten, en daar maak ik me zorgen over.’

Palmer ook. Het volgen van CRREM is dan inderdaad een methode. Ze merkte op dat de lokale minimale energieprestatienormen in bijvoorbeeld New York en Boston al zeer

nauw aansluiten bij CRREM-intensiteitsniveaus. Echter, er zit geen stok achter de CRREM-deur. ‘Het is geen regulering. Het is dus ons morele kompas dat ons op dit moment langs deze CRREM-routes leidt. Als de stokken niet groot genoeg zijn om daadwerkelijk een verandering in asset-waardering of cashflows te effectueren, of dat nu door marktwerking of regelgeving is, zal het waarschijnlijk niet gebeuren. Het gaat niet vanzelf.’

CRREM en andere methodes rusten allemaal op data. Metingen op het gebied van energie-efficiëntie, beglazing, isolatie, warmtepompen, enzovoort. Dat vormde een mooie brug naar Joostens volgende vraag.

Kunnen beleggers een goed en volledig beeld krijgen van het klimaatrisico in hun portefeuille?

‘Data is een heel groot probleem’, antwoordde Van Wieren. ‘Zowel dekking als kwaliteit. Scope 1, Scope 2, Scope 3: het is echt moeilijk om hoge kwaliteit data over deze niveaus te krijgen. We hebben misschien nog geen 100% dekking, maar we werken nauw samen met managers om daar te komen. Scope 3 is uiterst complex: een van de grootste uitdagingen voor de sector is om grip te krijgen op wat daarbij de CO₂-voetafdruk is. Hoe dan ook, we moeten ons niet verschuilen achter data. We kunnen niet wachten tot de data perfect is.’

‘Het sleutelwoord is ‘volledig’, haakte Palmer in. ‘Ik werk in openbare vastgoedbeleggingen en openbare markten zijn niet transparanter dan de particuliere markt, in sommige gevallen zelfs minder. Als grote investeerders kan je in de particuliere markt veel invloed uitoefenen en de specifieke informatie opvragen die je nodig hebt om klimaatrisico's in te schatten. Op de openbare markten kunnen we dit niet doen, omdat bedrijven ter zake doende niet-openbare informatie niet mogen delen. Daarbij zijn we erg afhankelijk van de datadienstverleners, zoals bijvoorbeeld GRESB. We gebruiken hun functionaliteit voor het downloaden van gegevens om ons eigen ESG-classificatiesysteem voor het bedrijf te definiëren, op basis van onze eigen opvattingen over materialiteit voor elke vastgoedsector.’

Foortse vergeleek het dataprobleem met de foto's die op dat moment van de panelleden werden genomen. ‘Hoeveel pixels heeft zo'n foto? 24 miljoen? Tien jaar geleden was dat 2

‘Een van de grootste uitdagingen voor de sector is om grip te krijgen op wat de CO₂-voetafdruk van Scope 3 is.’

miljoen. En nog eerder hadden we analoge foto's. Konden we destijds een allesomvattend beeld krijgen? Ja, we wisten niet beter, we konden werken met die foto's. Kan het beter? Ja. Zullen de foto's volgend jaar weer beter zijn? Ja. Kortom, de data kan beter. Daar moeten we aan werken, maar we moeten wel beginnen. Het is een eerste beeld dat we nog veel duidelijker moeten krijgen, maar er is een beeld, dus we kunnen aan de slag.'

Brengt het halen van de doelstellingen van het Akkoord van Parijs onnodig hoge kosten en risico's met zich mee, ten koste van het financieel rendement?

Palmer haalde in reactie een voorbeeld aan van een Duits vastgoedbedrijf. 'Drie jaar geleden legde het bedrijf tijdens zijn AVA een keuze op tafel: waren investeerders bereid 1 cent dividend per aandeel in te leveren om zonnepanelen op de daken te leggen? Het bedrijf legde uit dat ze al alle duurzaamheidsprojecten hadden gedaan die meer opbrachten dan hun kapitaalkosten, dus verdere investeringen in duurzaamheid zouden niet in overeenstemming zijn met de traditionele filosofie van bedrijfsfinanciering. Kortom, dat zoiets al gebeurt, toont aan dat het duur wordt. Maar liefst 95% van de investeerders stemde 'nee', ze wilden die 1 cent. De weg naar net zero zal dus niet makkelijk zijn en er kan pijn zijn onderweg. Niet elk bedrijf zal dit soort kwesties rechtstreeks aan aandeelhouders voorleggen, maar sommige doen dat wel en dan zullen investeerders moeten laten zien of ze de daad ook bij het woord voegen. Overigens stemde een jaar later 95% van de investeerders vóór het besteden van die 1 cent aan duurzaamheidsprojecten: een ommezwaai binnen een jaar.'

'Capex is nodig inderdaad', vulde Van Wieren aan. 'Het gaat om het dilemma van hoge kosten of opportuiniteitsverlies. Dus waarde beschermen en creëren betekent ook investeringen doen. Dat zal de IRR mogelijkwijs schaden, zonder twijfel, maar we moeten het doen. Wat in de toekomst echt spannend wordt in het kader van green premiums en brown discounts: wat doen we als het investeringsrendement niet meer aantrekkelijk is omdat het niet voldoet aan de rendementsdoelstelling? Verkopen we dat specifieke object of doen we de investering ondanks het feit dat deze het rendement te veel negatief beïnvloedt? Dát wordt een grote uitdaging in de toekomst. Ik denk dat we hogere kosten

serieus moeten beoordelen en wellicht moeten nemen. Het kan invloed hebben op het rendement, maar ik denk dat het uiteindelijk zal lonen.'

Daarop voortbordurend: er is veel gesproken over risico's en risico-beheer op weg naar net zero. Waar risico's zijn, zijn kansen: welke?

'Waarschijnlijk liggen de beste kansen in de huidige gebouwde omgeving', reageerde Foortse. 'We moeten daarin nu eenmaal iets gaan doen. Ik denk dat we de komende tien jaar daar de beste kansen zullen vinden.'

Palmer gaf aan dat ze denkt dat de grootste kans ligt bij triple net lease-assets. 'Daar is al jaren absoluut niets veranderd, omdat ze geen operationele controle over het object hebben en ook nooit zullen hebben. Wij willen nu overwegen om ze te behandelen als een financiële instelling, niet als een vastgoedbedrijf, omdat ze in wezen financiers zijn (vooral sale lease-back managers). We onderzoeken de mogelijkheid dat zij doelen stellen voor hun huurders. Wat is bijvoorbeeld het percentage van hun huurders dat afkomstig is van bedrijven die zelf een op wetenschap gebaseerde CO₂-reductiedoelstelling hebben? Triple net verhuurders hebben geen operationele controle over hun bezittingen, maar wel over de relaties met hun huurders. Deze methode maakt daar gebruik van en wij denken dat het een van de weinige manieren is om dit deel van de markt in beweging te krijgen.'

Van Wieren zag nog meer kansen in het verschiet. 'Scope 3-innovaties bijvoorbeeld, zoals bouwen met hout en andere bio-based materialen, dat is iets waar we meer en meer naar moeten kijken als sector. De intensivering van gebruik van elektriciteit en de huidige problematiek rondom elektriciteitsnetwerken maken investeringen in dit segment interessant.'

Concluderend ervoer Joosten het gesprek met de drie als heel inzichtelijk. De impact van de klimaatverandering op onze portefeuilles is inderdaad veel groter dan we nu kunnen becijferen. Data is een probleem, maar wachten op perfectie gaat niet. Stranded assets zullen er zijn, maar ook daar liggen kansen. Samenwerken is het devies en samen een beetje pijn moeten (willen) lijden waarschijnlijk ook. ■

'De makkelijkste manier om de reductie te halen is door de probleem-assets te verkopen. Maar dat doet natuurlijk niet echt veel.'

IN HET KORT

De uitdaging is om de risico's in te prijzen, vooral fysieke klimaatrisico's.

Stranded assets zijn op de korte termijn het grootste risico. Op de langere termijn zijn fysieke klimaatrisico's een veel groter risico.

Een focus op Capex alleen is onvoldoende. Een bredere blik is essentieel.

Investeringen doen om de waarde van real assets te beschermen en te creëren zal de IRR schaden, maar het moet gedaan worden.

De beste kansen liggen momenteel in de gebouwde omgeving, de triple net-mogelijkheden, en Scope 3-innovaties.

ESG-impact in private markets

Door veranderende maatschappelijke en wetenschappelijke inzichten, toenemende regeldruk, verscherpt overheidstoezicht en gerechtelijke uitspraken worden aspecten als klimaat, arbeidsomstandigheden en governance steeds belangrijkere randvoorwaarden voor het beleggingsbeleid. Ook met betrekking tot beleggingen in private markets.

Door Nicole Batist, Marc Keijzer en John van Scheijndel

Voor institutionele beleggers kan het realiseren van ESG-impact, naast risico en rendement, weleens een derde fundament onder de beleggingsstrategie worden. Door directe investeringen in private markets – waaronder private equity, private debt en infrastructuur – kan effectief invulling worden gegeven aan het eigen ESG-beleid. Omdat dergelijke investeringen veelal illiquide zijn, is het vaak bijzonder lastig om voortijdig uit te stappen. De vraag is welke mogelijkheden beleggers hebben om het beleid van de private market manager bij te sturen als de eigen ESG-doelstellingen niet behaald worden.

Diverse vormen van ESG-beleggen

Er zijn diverse vormen van ESG-beleggen, zoals het uitsluiten van ondernemingen, engagement en thema-beleggen. Hier beperken wij ons tot ESG-impactbeleggen, waarbij de doelstelling van het beleggingsbeleid actief gericht is op het realiseren van een positief

effect voor de maatschappij, bijvoorbeeld op het gebied van gezondheidszorg, educatie, voeding of milieu (CO₂-reductie). Uit Figuur 1 volgt dat ESG-impact-beleggen in private markets in 2022 een wereldwijde omvang van \$ 100 miljard had en sterk groeiende is.

Beleggingsbeleid institutionele beleggers

Er is toenemende aandacht voor ESG-factoren in het beleggingsbeleid van institutionele beleggers, waarbij de OESO-richtlijnen en/of de UN Global Principles worden onderschreven. Sommige partijen gaan een stap verder door in hun beleggingsbeleid aanzienlijk meer ruimte te scheppen voor ESG-impactbeleggingen, met als speerpunt meerdere SDGs.

Met name de wat grotere institutionele beleggers hebben in hun strategische portefeuille een aparte allocatie naar private markets. Het belang van deze beleggingscategorie kan oplopen tot ruim 30% van

hun beleggingsportefeuille. Figuur 2 laat zien dat gerealiseerde financiële rendementen met impactbeleggen in private markets niet achter behoeven te blijven en dat daarnaast de gerealiseerde impact overeenkomstig de verwachting is.

Bij het investeren in private markets kan bij uitstek effectief uitvoering gegeven worden aan het eigen ESG-impactbeleid. Belangrijk daarbij is dat de institutionele belegger duidelijk definieert welke impactdoelstellingen bereikt moeten worden. Het stelt tevens hoge eisen aan het selectieproces en vergt specifieke kennis van een project en/of bedrijfstak.

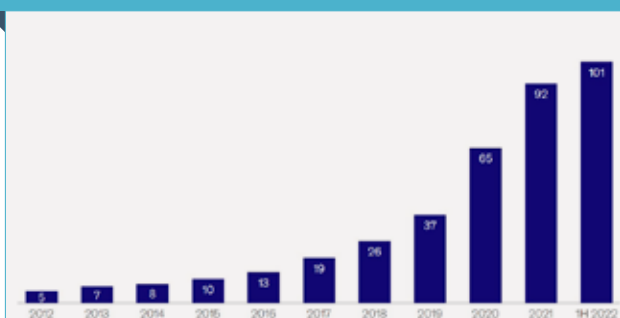
Private market managers beschikken over eerstehands informatiestromen en zetten gecombineerde instrumenten als kapitaalinjecties, expertise en directievoering in om een significante waardeontwikkeling van de portfolio-onderneming te realiseren. Deze instrumenten kunnen ook uitstekend worden ingezet voor het behalen van ESG-impact.

Veranderend investeringslandschap door ESG-regelgeving

Door toenemende ESG-regelgeving, zoals de Sustainable Finance Disclosure

Regulation, de Taxonomy Regulation, MIFID II, de CSRD en bijbehorende Regulatory Technical Standards, en recentelijk het ferme optreden door verschillende toezichthouders en gerechtelijke uitspraken, wordt het belangrijker om over onderbouwde ESG-informatie te beschikken en te rapporteren, en erover te waken dat uitlatingen inhoudelijk correct zijn. Misleidende ESG-uitlatingen kunnen resulteren in behoorlijke boetes en reputatieschade. Zo heeft de SEC onlangs Goldman Sachs Asset Management beboet voor \$ 4 miljoen en is er een groot ESG-onderzoek door de Bafin en SEC ingesteld bij DWS Group, gevolgd door een gezamenlijke claim van consumenten. Dat de beheersing van ESG-risico's ook voor DNB een belangrijk speerpunt is, volgt uit de aankondiging dat zij een groot aantal pensioenfondsen zal beoordelen op de beheersing van ESG-risico's, die zowel kwantitatief als kwalitatief van aard zijn. Beleggingen kunnen immers tussentijds scherp in waarde dalen en stranded assets worden als gevolg van intredende klimaatveranderingen, veranderende consumentenvoorkeuren of toenemende ESG-regelgeving.

FIGUUR 1: ONTWIKKELING VERMOGEN MET ESG-FOCUS (IN \$ MILJOEN)



Bron: McKinsey & Company

‘Bij het investeren in private markets kan bij uitstek effectief uitvoering gegeven worden aan het eigen ESG-impactbeleid.’

Sturingsmechanismen

Om eerdergenoemde redenen hebben institutionele beleggers er belang bij doorlopend inzicht in de ESG-prestaties te hebben, mede gezien het feit dat een wanpresterende manager niet gemakkelijk aansprakelijk gesteld kan worden voor schade¹. Het hebben van adequate sturingsmechanismen bij dit type beleggingen is voor alle partijen van belang om de wederzijdse verwachtingen goed te kunnen managen.

Om de juiste sturingsmechanismen goed te kunnen bepalen, zal allereerst een gedegen operationeel, financieel en juridisch due diligence-onderzoek dienen plaats te vinden, dat niet beperkt kan blijven tot een eenmalige box-ticking-exercitie. Vervolgens zal de informatie met de nodige nauwgezetheid geïnterpreteerd, geverifieerd en gevalideerd moeten worden door

specialisten. Met de komst van de Corporate Sustainability Due Diligence Directive zullen partijen verplicht worden due diligence-processen in te richten teneinde mensenrechtenschendingen en milieuschade in hun waardeketen te blijven onderzoeken en maatregelen te treffen om negatieve effecten te verminderen en te voorkomen. Partijen in de beleggingsketen worden op deze wijze sterk gestimuleerd om samen te werken. De uitkomsten van het due diligence-onderzoek kunnen als basis dienen voor scenario-analyses ten aanzien van ESG-risico's en passende contractuele afspraken. Zo zouden partijen in de investeringsdocumentatie naast de vereiste nulmeting, concrete toekomstige ESG-doelstellingen en verplichtingen (KPIs) op moeten nemen.

Omdat het meten van de voortgang van ESG-impact moeilijk is en institutionele

beleggers beperkt zijn in hun mogelijkheden om zelf onderzoek te verrichten op de materialiteit van beschikbare data, kan de door de GIIN ontwikkelde IRIS+-methodiek² een nuttig hulpmiddel zijn. IRIS+ biedt handvatten om SDGs te vertalen naar concrete doelstellingen en meetindicatoren, maar de ervaring leert dat ook met deze handvatten het opstellen en meten van impactdoelstellingen lastig blijft. Daarnaast kunnen afspraken worden gemaakt over transparantie en de frequentie van informatiestromen, waaronder de mogelijkheid om informatie onafhankelijk bij de portfolio-ondernemingen te laten toetsen, zodat asymmetrische informatiestromen worden voorkomen. Ook het opnemen van withdrawal rights, waarbij vervroegd uit de investering kan worden gestapt tegen een vooraf overeengekomen prijsmechanisme, en het opnemen van restricties ten aanzien van toekomstige drawdown-verplichtingen kunnen nuttige sturingsmechanismen zijn. Voorts kan nog gedacht worden aan het opnemen van excuse rights of opt-out rights, waarbij niet aan een capital call-ronde mee hoeft te worden gedaan ingeval het beleid van de portfolio-onderneming niet (langer) voldoet aan het eigen ESG-beleid. Tot slot kan nog gedacht worden aan incentives, zoals het koppelen van een uitgesteld deel van de carried interest aan overeengekomen ESG-doelen en het opnemen van voorwaarden om tot een verantwoorde exit te komen. ■



Nicole Batist

Advocaat, Keijzer & Cie



Marc Keijzer

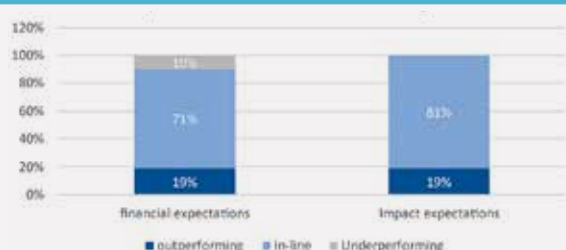
Advocaat, Keijzer & Cie



John van Scheijndel

geschreven op persoonlijke titel

FIGUUR 2: FINANCIËLE RENDEMENTEN EN IMPACT-PRESTATIES TEN OPZICHTE VAN DOELEN EN VERWACHTINGEN



Bron: GIIN, Impact Investing Decision-Marking Insights on Financial Performance. Uit de grafiek volgt dat 71% van de ondervraagden aangaf dat voldaan werd aan de financiële verwachtingen en dat volgens 19% financiële verwachtingen in positieve zin werden overtroffen. Slechts 10% gaf aan dat er sprake was van underperformance. Uit de grafiek blijkt ook dat 81% van de ondervraagden vond dat aan de impactverwachtingen was voldaan; volgens 19% was de impact beter dan verwacht.

1 Certain LP's in Henderson PFI Secondary Fund II LLP (a firm) v Henderson PFI Secondary Fund II LP (a firm) & Others [2012] EWHC 3259
2 IRIS+ System | Standards | IRIS+ System (thegiin.org)

IN HET KORT

ESG-impactbeleggingen in private markets kunnen een positieve bijdrage leveren aan de transitie van de reële economie.

Historische data zijn niet altijd beschikbaar, waardoor het meten van ESG-impact lastig is.

Het doorlopend verrichten van due diligence, het maken van scenario-analyses en het overeenkomen van passende contractuele voorwaarden wordt steeds belangrijker.

Private equity, beleggen met impact en rendement

Van grootschalige adoptie van impactbeleggen door institutionele investeerders is nog geen sprake. Intussen schreeuwen wereldwijde problemen als temperatuurstijging en biodiversiteitsverlies om juist dit type investeringen. Private equity is hierbij om meerdere redenen een interessante asset class.

Door *Stephanie Scholten* en *Arthur van der Kruijf*

Al meer dan tien jaar wordt er gesproken over impactbeleggen als de next step voor maatschappelijk verantwoord beleggen. Maar in de beleggingsportefeuilles van de meeste institutionele beleggers zien we dat maar mondjesmaat terug. Sommige beleggers hebben een beperkte allocatie naar microfinance of een andersoortig kleinschalig impactfonds, maar dergelijke fondsen bieden doorgaans geen marktconforme performance. Uit het eind 2022 verschenen enquêterapport van de VBDO, 'Pension Funds and Impact Investing 2022 – Time to move the needle', blijkt bovendien dat pensioenfondsbesteders impactbeleggen als uitdagend en complex beschouwen. Mede daardoor is van een grootschalige adoptie van impactbeleggen nog geen sprake. Als we pensi-

oenfondsen vragen of zij bereid zijn om een stukje rendement op te geven voor maatschappelijke impact, dan is de grote meerderheid daar terughoudend in. Dat is op zich niet zo verwonderlijk, aangezien pensioenfondsen in de eerste plaats staan opgesteld om toegezegde uitkeringen aan deelnemers te doen en om te kunnen indexeren.

Verandering mindset

Tegelijk zien we dat de mindset van institutionele beleggers wel degelijk aan verandering onderhevig is. Een jaar of tien geleden was maatschappelijk verantwoord beleggen typisch een 'ticking the box'-exercitie. Intussen is veel vaker sprake van een intrinsieke motivatie om via investeringen en beleggingen maatschappelijke waarde toe te voegen. Het is echter niet eenvoudig om een



keuze te maken uit het beschikbare aanbod. Er zijn namelijk heel veel spelers in de markt die iets doen met impact en private investeringen. Zo zijn er bijvoorbeeld veel venture capital-achtige partijen met een beperkte schaalgrootte en zonder noemenswaardige trackrecord op het gebied van private equity-beleggen. Kennis hebben van het maken van impact betekent niet automatisch dat iemand ook een goede investeerder is. In tegenstelling tot venture capital begeven buy outs en growth investments zich in de meer volwassen markten. Die hebben voor institutionele beleggers toch het aantrekkelijkste risico-rendementsprofiel.

Vanwege het unieke karakter is private equity bij uitstek een geschikte asset class voor impactinvesteringen. Omdat de private

equity-manager of de achterliggende belegger mede-eigenaar wordt van een bedrijf waarin wordt geïnvesteerd, is er invloed op het impactbeleid van de onderneming. Daarnaast is er doorgaans sprake van een langetermijnhorizon in combinatie met een waardecreeatieplan. Er is kortom voldoende tijd om in alle rust doelstellingen te formuleren en te realiseren. Dit in tegenstelling tot de druk van de buitenwereld waar beursgenoteerde bedrijven elk kwartaal mee te maken hebben.

Focus op kosten en duurzaamheid

Een belangrijk onderdeel van een passende private equity impactpropositie is een sterke focus op kosten. Omdat private equity een relatief dure beleggingscategorie is, is het begrijpelijk dat pensioenfondsbesteders

‘Een jaar of tien geleden was maatschappelijk verantwoord beleggen typisch een ‘ticking the box’-exercitie. Inmiddels is veel vaker sprake van een intrinsieke motivatie.’

daar soms zorgen over hebben. Daarom zijn co-investeringen een buitengewoon interessante optie. Die bieden onderliggend namelijk een besparing op de management fee en de performance fee van fondsmanagers. En anders dan bij fondsstructuren zien investeerders vooraf goed waarin ze gaan beleggen. Dat geeft veel meer controle over de impact die ze willen maken. Overigens zijn co-investeringen in de markt niet onbeperkt beschikbaar, omdat ze om schaalgrootte vragen en deze doorgaans worden gegund vanuit bestaande relaties.

Onze duurzaamheidsfocus ligt onder andere op klimaat en gezondheid. Denk in dit verband aan investeringen in gezonde voeding en schone energie. We gaan uit van een vergelijkbaar risico-rendementsprofiel als in ons reguliere private equity-programma. We hanteren als benchmark de MSCI World-aandelenindex plus 3%. Dat wordt tot op heden ruimschoots gehaald.

Private investeringen zijn er in vele soorten en maten, ook op het gebied van impact. Voor infrastructuur en vastgoed liggen zowel risico als rendement op lagere niveaus. Voor die asset classes gelden ook

andere criteria. Vastgoed en infra brengen onder andere diversificatie in de portefeuille. Private equity doet dat minder, omdat het voor zo'n 70% correleert met aandelen. Voor private equity is juist het additionele rendement dat behaald kan worden een beleggingsargument. En wat ons betreft ook steeds meer het realiseren van maatschappelijke impact. Private equity was zeker in het verleden wat minder populair dan vastgoed of infra vanwege de geringere bekendheid. Ook de media zijn vaak negatief over private equity en dat is jammer. Het beeld ligt echt genuanceerder dan meestal wordt voorgeschoteld.

Geen showstopper
Beleggen met impact via private equity kent zonder meer uitdagingen. Het is bijvoorbeeld belangrijk om te bepalen hoe impact kan worden gemeten op totaalportefeuilleniveau. De diversiteit aan bedrijven kan erg groot zijn en dat leidt tot allerlei onderling niet goed vergelijkbare en ‘optelbare’ KPI's. Dan is het moeilijk om aan het eind van de rit de geaggregeerde impact te bepalen en te rapporteren. Omdat je bovendien zelden al weet welke bedrijven in de portefeuille gaan komen, is het ook vooraf lastig om

impact-KPI's vast te leggen. Bij fondsen die zich niet richten op één specifiek thema is het vanwege de diversiteit aan beleggingen moeilijk om duurzame doelstellingen te formuleren waar een fonds op voorhand aan moet voldoen. Bij een green bondfonds kun je makkelijk vooraf stellen dat alle obligaties groen moeten zijn. Dat is achteraf ook goed te controleren. Dat er bij private equity op dat vlak nog de nodige stappen voorwaarts te maken zijn, zullen we voorlopig moeten accepteren. Gelukkig is er wel een ontwikkeling naar meer standaardisatie.

Al met al hoeft dat voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers geen showstopper te zijn om vaart te maken met beleggen met impact. Onder andere de wereldwijde klimaatontwikkeling schreeuwt juist om dit type investeringen. De tijd is nu rijp voor institutionele beleggers om concreet te worden met directe impactbeleggingen, bijvoorbeeld via private equity. Met name de grote private equity-huizen zijn druk met het ontwikkelen van fonds- en co-investeringsoplossingen die zowel robuuste beleggingsresultaten realiseren als concrete impact genereren. Daarom is het uitgelezen moment aangebroken om het devies ‘put your money where your mouth is’ in praktijk te brengen. ■

Disclaimer

Let op: Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (“Wft”). In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dit is reclame. De weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging aanhoudt.*



Stephanie Scholten

Portfolio Manager Private Equity,
Achmea Investment
Management.



Arthur van der Kruijf

Adviseur Maatschappelijk
Verantwoord Beleggen,
Achmea Investment
Management.

IN HET KORT

De tijd is rijp voor institutionele beleggers om concreet te worden met directe impactbeleggingen, bijvoorbeeld via private equity.

Co-investeringen zijn een buitengewoon interessante optie, omdat ze een besparing bieden op de fees van fondsmanagers. Dit vraagt om schaalgrootte.

Anders dan bij fondsstructuren zien investeerders bij co-investeringen vooraf precies waarin ze gaan beleggen. Dat geeft ze meer controle over de impact die ze willen maken.

Sustainable investing wordt het nieuwe normaal

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



ESG gaat over waardecreatie en goed risicobeheer om betere financiële resultaten te behalen. Over twintig jaar zal sustainable investing waarschijnlijk het nieuwe normaal zijn, óók in private equity. Er dient vroegtijdig gecommuniceerd te worden dat een adequaat ESG-beleid kan leiden tot duurzame waardecreatie. Nederland lijkt goed gepositioneerd om de Green Finance Hub van Europa te worden.

Wat zijn de belangrijkste redenen om een ESG-beleid te implementeren?

Camiel de Vries: 'Daar zijn verschillende redenen voor, zoals de wens om de kernwaarden van een organisatie in de beleggingsportefeuille weerspiegeld te zien en de noodzaak om beleggings- en reputatierisico te managen, maar ook waardecreatie.'

Maurice Klaver: 'Onze overtuiging is dat de integratie van ESG in het beleggingsproces zal leiden tot betere resultaten op de lange termijn, zowel financieel als voor de maatschappij en het milieu.'

Ruben Mikkers: 'Door te focussen op impact investing kan je daadwerkelijk verandering teweegbrengen en de wereld ten goede verbeteren. Wij richten ons op gezondheid en denken dat we echt kunnen bijdragen aan een betere patiëntenzorg, lagere kosten voor de wereldwijde gezondheidszorg en/of een lagere belasting van gezondheidswerkers.'

Erik Thijs Wedershoven: 'In onze beleggingsstrategie is ESG een belangrijk aandachtspunt en een drijfveer voor investeringen. Het helpt om focus aan te brengen en inzicht te krijgen in wat voor soort bedrijven, producten en diensten over meer dan twintig jaar succesvol zullen zijn. Wij zijn geen impactbelegger, maar onze purpose is 'building better business together'. Goed scoren op ESG is daar onderdeel van.'

Andrew Carnwath: 'Voor ons is een ESG-beleid cruciaal om betrokkenheid te tonen, belanghebbenden op één lijn te brengen, risico's te beheren en waarde te creëren. Bijna al onze managers hebben een ESG-beleid. Iedereen ziet het belang ervan in en er is de afgelopen tien jaar fantastische vooruitgang geboekt.'

Tanvi Karambelkar: 'Een ESG-beleid is stap één op weg naar het creëren van bouwstenen voor het bereiken van specifieke ESG-doelstellingen die tastbaar en meetbaar zijn.'

Maike van der Schoot: 'Beleid is uiteindelijk de basis van je ESG-aanpak en ook essentieel in zowel externe als interne communicatie over wat je wilt bereiken op ESG-gebied. Je moet kunnen uitleggen waarom je een ESG-beleid hebt en hoe je dat uitvoert. Dat kan heel verschillend zijn voor verschillende managers en verschillende strategieën. Het is slechts een startpunt, maar wel belangrijk.'

Laurence Barker: 'Voor ons zit ESG ingebakken in wat we proberen te doen, wat is vastgelegd in ons ESG-beleid. Het is een belangrijke manier geworden om te communiceren over hoe we onze gewenste impact en succes bereiken.'

De Vries: 'Qua terminologie constateren we dat begrippen als 'ESG', 'impact', 'duurzaam' en 'verantwoord beleggen' door elkaar worden gebruikt. Ik denk dat de sector baat zou hebben bij duidelijkere definities.'

Van der Schoot: 'Impact en ESG gaan vaak hand in hand, maar niet alle impactbeleggingen zijn ook ESG-beleggingen. En daarnaast zijn er nu ook de duurzame beleggingsdefinities in de SFDR. Het is niet eenvoudig te navigeren en we zouden er zeker baat bij hebben als we wat betreft definities iedereen op één lijn kunnen krijgen.'

Hoe kunnen we ESG als duurzame waardecreatiefactor gaan zien in plaats van als risico(mitigerende) factor? Welke terminologie moeten we gebruiken?

Wedershoven: 'Ik denk dat we soms heel onproductieve discussies hebben over semantiek. Daar moeten we ver van blijven. We zouden echt baat hebben bij een termi- >

Voorzitter:

Marc van Voorst tot Voorst,
NVP

Deelnemers:

Laurence Barker,
Dementia Discovery Fund
Andrew Carnwath,
Columbia Threadneedle
Tanvi Karambelkar,
Wilshire
Maurice Klaver,
PGGM
Ruben Mikkers,
NLC Health
Maike van der Schoot,
AlpInvest Partners
Duanice Verberkmoes,
MN
Camiel de Vries,
Wellington Management
Erik Thijs Wedershoven,
NPM Capital



VOORZITTER

Marc van
Vorst tot Voorst

Marc van Voorst tot Voorst is sinds 2016 plaatsvervangend Directeur van de NVP (Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen), waar hij in 2014 in dienst trad als Manager Public Affairs. Daarvoor was hij Manager Government Relations bij Holland Financial Centre. Van Voorst tot Voorst studeerde Europese Studies aan de Universiteit Maastricht en volgde verschillende Executive Education programs aan de Harvard Business School.



Laurence
Barker

Laurence Barker werkt sinds 2016 bij SV Health Investors als Chief Business Officer van het Dementia Discovery Fund (DDF). Daarvoor was hij Head of Investment Management in Worldwide Business Development bij GSK. Eerder werkte hij bij biotechbedrijven Syntaxin en Morpho-Sys. Barker heeft een PhD in Biochemie van Tübingen en een MBA van Cambridge.



Andrew
Carnwath

Andrew Carnwath is Directeur in het private equity-team bij Columbia Threadneedle Investments en Hoofd Impact Private Equity. Hij heeft 15 jaar beleggingservaring in private equity. Van 2013 tot 2018 was hij Principal bij Scottish Equity Partners LLP en tussen 2008 en 2013 zat hij in het private equity-team van F&C. Hij is Registeraccountant, CFA Charterholder en afgestudeerd aan de Universiteit van Edinburgh.



Tanvi
Karambelkar

Tanvi Karambelkar is Assistant Vice President bij Wilshire en houdt zich bezig met Europese private equity, impact, VC en co-investments voor discretionaire mandaten- en adviesklanten. Daarvoor werkte ze onder meer bij PGGM en Leapfrog Investments. Ze begon haar carrière bij FMO. Karambelkar heeft een MSc in International Relations (St. Andrews), een MSc in International Finance (Uva) en een MBA (Oxford).



Maurice
Klaver

Maurice Klaver is Senior Director binnen PGGM Private Equity, waar hij in 2011 in dienst trad. Hij is tevens lid van het PGGM Private Equity Investment Committee. Voor 2011 werkte hij bij NIBC in zowel real estate investment management als asset backed securitization. Klaver is afgestudeerd aan de Vrije Universiteit Amsterdam met een MSc in Econometrie.



Ruben
Mikkers

Ruben Mikkers is sinds april 2019 CFO van NLC en verantwoordelijk voor NLC's fondsenpraktijk. Daarvoor was hij onder meer Partner in KPMG's Deals-praktijk en buy-side analist en portefeuillemanager bij Robeco Asset Management. Mikkers is afgestudeerd in Econometrie (1998) en rondde in respectievelijk 2002 en 2007 de CFA- en CMA/CFM-opleidingen af.



Maaike
van der Schoot

Maaike van der Schoot is Head of Responsible Investment bij Alpinvest Partners. Daarnaast is ze actief betrokken bij diverse ESG-initiatieven in de private equity-sector, onder andere binnen NVP, Invest Europe, PRI en Level20. Ze is sinds 2002 werkzaam bij Alpinvest Partners en werkte eerder bij Morgan Stanley als Investment Banking Analyst. Ze studeerde Financiële Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



Duanice
Verberkmoes

Duanice Verberkmoes is sinds 2021 Portfolio Manager Private Equity bij MN. Daarnaast is ze ESG Lead voor het private equity-team. Ze begon in 2017 bij MN als SimCorp Dimension Specialist. Ze is Master of Financial Management aan de VU Amsterdam. Per 1 september vervult Duanice Verberkmoes een soortgelijke rol bij Blue Sky Group.



Camiel
de Vries

Camiel de Vries is Director of Private Investor Relations EU en Hoofd Benelux & Nordics bij Wellington Management. Voor hij 12 jaar geleden bij Wellington begon, werkte hij bij Goldman Sachs Asset Management. Hij begon zijn carrière in M&A bij Clifford Chance. De Vries studeerde Rechten aan de Universiteit Utrecht en Cambridge University.



Erik Thijs
Wedershoven

Erik Thijs Wedershoven is Director & Head of ESG bij NPM Capital. Als lid van het senior investment team is hij verantwoordelijk voor het meewegen van ESG-factoren in iedere investeringsbeslissing. Hiervoor was hij meer dan 10 jaar ESG-consultant en hij is al bijna 20 jaar actief betrokken bij diverse (internationale) organisaties op het gebied van duurzame ontwikkeling, ook als bestuurder en toezichhouder.

‘Ik denk dat Nederland heel goed gepositioneerd is om een groene hub te worden, vooral vanwege zeer vooruitstrevende LP’s.’

nologie die ons zou helpen om precies die beweging te bespreken die beschrijft hoe ESG van oudsher wordt gebruikt als een bril voor het opnieuw identificeren van risico's, of het beperken van risico's. Om echt duidelijk te maken voor je LP's welke risico's je probeert te vermijden in je beleggingen en hoe je ESG gebruikt rond waardecreatie en richting impact investing.'

Duanice Verberkmoes: 'Bedrijven ervaren ESG op dit moment vaak meer als een last dan als een kans. Nogal wat partijen denken dat de prijs die je nu betaalt voor duurzaam beleggen te hoog is. Dat kun je zien als een 'green premium' die je betaalt voor je beleggingen. Op een gegeven moment moet iedereen zijn afgestemd op het Parijsakkoord. Investeerders zullen dan weinig belangstelling meer hebben voor bedrijven die daar niet mee aligned zijn. Op een gegeven moment spreken beleggers niet meer van een 'green premium' op duurzame bedrijven, maar van een 'discount' op niet-duurzame beleggingen.'

Klaver: 'Er is een continuüm van verantwoord beleggen naar impactbeleggen, te beginnen met een soort ESG-fundament, het risicobeheer, en eindigend bij duurzaam beleggen om bij te dragen aan de SDGs. En nu heb je de SFDR met duurzame investeringen. Het is best een uitdaging hoe die twee te combineren. Vervolgens zijn we bij impact investing gekomen, waarbij we echt de impact kunnen meten en managen.'

Carnwath: 'De verschuiving van ESG als een risicofactor naar ESG als een factor die waarde creëert, vereist een mentaliteitsverandering. Het gaat erom ESG in te bedden in de strategie van je bedrijf en op die manier waarde te creëren. Nadenken over welke strategische kansen er zijn om via ESG efficiëntie, innovatie en klanttevredenheid te stimuleren, wat weer leidt tot duurzame winstgevendheid op de lange termijn. Impact investing is een verdere iteratie hiervan. Het vereist intentionaliteit: vanaf het begin beleggen met een duidelijk doel om een specifieke impact te bereiken en vervolgens de performance afmeten aan die impactthese.'

Mikkers: 'Over twintig jaar is duurzaam beleggen, of hoe je het ook noemt, volledig ingeburgerd. Impact investing is dan het nieuwe normaal. De grootste impact die je

kunt creëren, is iets positiefs creëren dat er zonder jou niet was.'

De Vries: 'Voor ons maakt de evaluatie van ESG-factoren een essentieel onderdeel uit van het beleggingsmozaïek. Tegelijkertijd bevinden we ons op dit moment in een wereld waarin een grote oliemaatschappij een hogere ESG-score kan hebben dan een fabrikant van elektrische voertuigen. Er is dus nog een lange weg te gaan vooraleer de data de realiteit accuraat weergeeft. Vandaar ook het belang van diepgaand onderzoek en engagement.'

Van der Schoot: 'Voor succes op de lange termijn moet je duidelijk zijn over wat je wilt bereiken, je strategie, en voor wie je dat doet. ESG gaat over waardecreatie en goed risicobeheer om betere financiële resultaten te behalen voor je investeerders. Daarnaast zijn er verschillende mogelijkheden voor beleggers die een positieve milieuo- of sociale impact nastreven.'

Je ziet dat ESG-teams vaak een heel goed ESG-beleid hebben, maar dat de beleggingsteams niet altijd volledig op de hoogte zijn van hun plannen. Hoe dicht je deze kloof en hoe krijg je iedereen (investment managers) mee in het ESG-beleid?

Verberkmoes: 'We merken dat de ESG-lat op beleidsniveau hoog ligt en op operationeel niveau niet zo hoog als we denken of willen. Hoe we ervoor kunnen zorgen dat de dealprofessionals ESG daadwerkelijk integreren in hun dagelijkse werkzaamheden? Ik denk dat je bepaalde KPI's op ESG-gebied voor dealprofessionals moet invoeren, zodat er minder sprake is van vrijwilligheid.'

Barker: 'Wij beschikken over een groep die het voortouw neemt in onze benadering van ESG en impact investing. We proberen eerst intern voorlichting te geven over het integreren van ESG in het beleggingsproces, namelijk dat het van belang is om dit vanaf het begin in te bouwen als hoofdzaak en niet te beschouwen als een bijzaak. Het is onderdeel van de discussies binnen ons investeringscomité. Er wordt op elk niveau geleerd.' >

'Er is nog een lange weg te gaan vooraleer de data de realiteit accuraat weergeeft. Vandaar ook het belang van diepgaand onderzoek en engagement.'

‘Er gaat steeds meer geld naar een klein aantal grote fondsen. Dit is echt een probleem, vooral in het opkomende impactuniversum.’

Wedershoven: ‘Het is absoluut belangrijk om er zo vroeg mogelijk in het dealproces voor te zorgen dat je een link hebt met ESG. Als je de discussie daarover al in het begin voert, hoef je het niet meer te bespreken als

je naar een investeringsvoorstel toewerkt, omdat het er al integraal onderdeel van is. Ik denk wel dat er in het algemeen training nodig is voor dealprofessionals om dit te begrijpen als er geen dedicated ESG-professional is aangehaakt of in het investment committee zit.’

Karamkelbar: ‘Over twintig jaar zal sustainable investing het nieuwe normaal zijn, maar helaas moeten we op

dit moment onze teams er nog van overtuigen waarom dit belangrijk is. Je moet vroegtijdig communiceren dat risicobeheer ESG-gedreven is en dat ESG-beleid kan leiden tot duurzame waardecreëring. De beleggingsteams nemen ESG soms niet serieus omdat ze denken dat hun enige taak is te zorgen voor financieel rendement. Uit sommige academische studies blijkt overigens dat er tot nu toe geen duidelijk verband is tussen bijvoorbeeld het ondertekenen en navolgen van de UN Principles for Responsible Investment en betere financiële resultaten. Maar we verwachten dat dit zal veranderen naarmate ESG-risico's mainstream worden en we naar een wereld gaan waar ESG-premies in plaats van ESG-kortingen op rendementen de norm worden.’

De Vries: ‘Afgezien van meer duidelijke definities hebben we ook betere en consistentere data nodig, vooral in private markets.’

‘Er moet een ecosysteem gecreëerd worden dat zichzelf versterkt, waardoor meer ondernemerschap zal ontstaan. Dat is een niet te onderschatten aspect van een groene hub.’

Van der Schoot: ‘Het begint met de ‘tone at the top’. Senior commitment dat aan een hele organisatie het belang van ESG laat zien. Ook het ontwikkelen van een ESG-beleid dat relevant is voor investeringen en ingebed kan worden in de bestaande investeringspraktijk kan daarbij helpen.’

Hoe zien jullie de interactie tussen ESG en impact en wat is jullie benadering van impact investing?

Carnwath: ‘Ik ben er sterk van overtuigd dat het soort impact investing waar wij ons op richten het beste voor risico gecorrigeerde rendement oplevert, dankzij de sterke niet-cyclische vraag naar producten en diensten die de belangrijkste wereldwijde uitdagingen aanpakken. Het is belangrijk dat beleggers begrijpen dat het niet nodig is om rendement in te leveren om impact te bereiken, omdat we dringend particulier kapitaal moeten mobiliseren om wereldwijde uitdagingen, zoals klimaatverandering, aan te pakken.’

Barker: ‘Wij hebben geleerd dat je eropuit moet gaan om groeperingen te identificeren die een directe relatie hebben met en geven om het soort impact dat je nastreeft, of het nu pensioenfondsen, familiefondsen of andere fondsen zijn. Je moet het impactmandaat als het ware kunnen afstemmen op de groep bij wie je geld wilt ophalen.’

Wat is de grootste uitdaging bij het opbouwen van impactportefeuilles?

Karamkelbar: ‘Er zijn enkele duidelijke pijnpunten. Rapportage is daar één van. Verder bijvoorbeeld: wat betekent SFDR, wat betekent het om artikel 8 of 9 te zijn, hoe verschillen de vereisten, hoe zit het met standaardisatie, hoe bereken je nauwkeurig impact, hoe communiceer je dat?’

Klaver: ‘Ik denk dat we binnen de private equity-portefeuille, binnen het doelgerichte duurzame investeringsteam, kunnen zeggen dat we bijdragen aan de SDGs. Maar zelfs aan de hand van ons eerste impactrapport, dat we vorig jaar hebben gemaakt, is het vrij moeilijk om alle benodigde gegevens te verzamelen en de geleverde impact van de onderliggende bedrijven aan te tonen.’

Mikkers: ‘De documentatie van de deal moet zo volledig mogelijk zijn. Je moet

ervoor zorgen dat je daadwerkelijk de impactrapportage kunt maken die je moet en kunt doen.’

Verberkmoes: ‘Voor impact investing beschikken we binnen private equity over drie thema’s op het gebied van innovatie in Nederland en Europa: gezondheidszorg, energietransitie en circulaire economie. De uitdagingen waar we op dit moment mee te maken hebben, zijn dat de markt nog niet genoeg ontwikkeld is en dat er onvoldoende grote spelers zijn die wij als institutionele partij kunnen selecteren.’

Carnwath: ‘Er gaat steeds meer geld naar een klein aantal grote fondsen. Dit is echt een probleem, vooral in het opkomende impactuniversum, omdat het te veel concurrentie creëert voor het relatief kleine aantal grote bedrijven waarop deze fondsen zich kunnen richten. Het creëert ook een financieringsgat aan de onderkant, waar investeringen nodig zijn om de kampioenen van morgen te bouwen. Toekomstgerichte LP’s moeten ofwel kleinere cheques uitschrijven in het impactuniversum, ofwel kleinere fondsen verankeren en helpen om een duurzaam ecosysteem op te bouwen.’

De Vries: ‘Het is belangrijk om impact te definiëren. Als impactbedrijf moet je vanuit ons oogpunt voldoen aan drie belangrijke criteria: intentionaliteit, additionaliteit en meetbaarheid. Sommige managementteams van impactbedrijven zijn zich er niet echt van bewust dat ze impact hebben, dus ontbreekt het hen misschien aan intentionaliteit.’

Is er een verschil tussen impact investing in de vroege fase en de latere/groeifase?

Mikkers: ‘Wij geloven dat impact onder andere additionaliteit is, en dat er meer additionaliteit is in de zeer vroege fase waarin de kapitaalvereisten vrij laag zijn. Hoe volwassener bedrijven worden, hoe hoger de kapitaalvereisten. Dat is een uitdaging voor de grote institutionele spelers. Hoe verzoen je het grote institutionele geld van miljardenspelers met het vroege stadium van impact investing, waar tickets van slechts enkele honderdduizenden euro’s nodig zijn? De vraag is hoe je dat voor elkaar krijgt.’

‘Je moet groeperingen identificeren die een directe relatie hebben met en geven om het soort impact dat je nastreeft. Je moet het impactmandaat als het ware kunnen afstemmen op de groep bij wie je geld wilt ophalen.’

Hoe kunnen we pensioenfondsen zover krijgen dat ze meer gaan beleggen in venture capital?

Klaver: ‘Investeren in innovatie- en durfkapitaal is inmiddels inherent aan onze strategie, in ieder geval voor de zorgsector. De weg hiernaartoe is uitdagend geweest, want het gaat uiteindelijk ook om rendement. De balans vinden tussen impact en rendement is niet eenvoudig.’

Verberkmoes: ‘Er zal meer geïnvesteerd moeten gaan worden in durfkapitaal. Het tij is aan het keren, maar de markt is voor ons als institutionele speler nog niet ontwikkeld genoeg om voldoende fondsen hierin te selecteren. We komen er wel, maar het is nog steeds een uitdaging.’

Een veelgehoord argument van pensioenfondsen is dat beleggen in venture capital te arbeidsintensief is. Moeten pensioenfondsen meer mensen aannemen?

Verberkmoes: ‘Andere partijen nemen mensen aan die zich binnen de investerings-teams voor 100% op ESG richten. Ik denk dat dit in de nabije toekomst ook voor private equity zal gebeuren.’

Karambelkar: ‘Europa heeft fantastische onderzoeksuniversiteiten, ongelooflijke startups en geweldig talent. Wat we consequent missen, is kapitaal om daarin te investeren. Dat zit opgesloten in pensioenfondsen. We moeten een manier vinden om pensioenkapitaal vrij te maken voor durfinvesteringen. Daar moet prioriteit aan worden gegeven. In het Verenigd Koninkrijk zie je wat je op dit gebied kunt bereiken met belastingvoordelen. Er moet iets gebeuren, want de enorme reserve aan kapitaal die nu >

niet bij venture capital en innovatie terecht komt, zal ons de komende twintig tot dertig jaar geen concurrentievoordeel verschaffen.'

Mikkers: 'We moeten als industrie met oplossingen komen die het daadwerkelijk investeren in innovaties en durfkapitaal de moeite waard maken. Er zijn genoeg aanwijzingen dat dat lonend kan zijn. Vermogensbeheerders met vermogens van meerdere miljarden zouden kapitaal moeten inzetten in een zeer vroege fase. Dat zou een beetje kunnen werken als een vliegwiel, waardoor het hele innovatie-ecosysteem in Europa beter gaat draaien. Natuurlijk moeten ze niet blind geld gaan gooien naar individuele start-ups, maar een efficiënte manier vinden om een gediversifieerde portefeuille van start-ups 'naar behoefte' te financieren, waardoor ze kunnen profiteren van het gunstige risico-rendementsprofiel in de beginfase.'

De Vries: 'Ik denk dat er met de toenemende beleggersinteresse nu een unieke kans is om gebruik te maken van de kracht van de kapitaalmarkten om echt positieve veranderingen teweeg te brengen. Ik denk ook dat er nagedacht moet worden over eventuele stimuleringsmaatregelen in de regelgeving, om het aantrekkelijker te maken te investeren in duurzaam of impact venture capital.'

Hoe kunnen we ESG-rapportages verbeteren en verder standaardiseren opdat vergelijkbare en daarmee bruikbare ESG-data ontstaat? Dit kan een drijvende kracht zijn achter ESG-verbeteringen in portefeuille.

Barker: 'Er moeten inspanningen worden geleverd om de rapportage te stroomlijnen, bijvoorbeeld door elk kwartaal te rapporteren en de onderzoeksonderwerpen in je ESG-vragenlijst af te stemmen op de rapportagedoelen van je investeerders. Er gebeurt zeker iets op dit gebied, maar het is nog maar het begin.'

De Vries: 'Een van de uitdagingen is dat de SFDR en de EU-taxonomie niet echt geschreven zijn voor private investors. De regels zijn vooral gericht op publieke beleggers. Er is tijd nodig om die teksten opnieuw te bekijken en aan te scherpen voor privates.'

Van der Schoot: 'Als we niet kunnen vergelijken en data niet kunnen aggregeren, zijn de gegevens eigenlijk niet zo nuttig. Er zijn initiatieven om de afstemming over ESG-rapportages in private equity-portfolios te bevorderen, zoals het ESG Data Convergence Initiative, die kunnen helpen om de ESG-performance van portefeuilles te verbeteren. Ik denk dat het belangrijk is om je bij dit soort initiatieven aan te sluiten, in plaats van weer een andere standaard te creëren. Dat laatste hebben we niet nodig.'

Barker: 'Er zijn veel manieren waarop je meer afstemming kunt krijgen, maar laten we op zijn minst afstemmen op de minimale rapportagevereisten die nuttig zijn voor ons soort Limited Partners. Er moet begonnen worden met vereenvoudiging en in de loop van de tijd een stapje verder worden gegaan. Dat houdt in dat we nog een lange weg te gaan hebben.'

Verberkmoes: 'Het zou logisch zijn dat de Institutional Limited Partners Association (ILPA) met een standaard voor ESG-rapportages komt. Er zijn op dit moment te veel losse initiatieven.'

Van der Schoot: 'Op dit gebied moet veel vanuit de sector komen. Ik denk dat we als LP's en GP's moeten samenwerken. Als je niet iets krijgt dat voor iedereen relevant, werkbaar en beheersbaar is, zul je geen goede resultaten neerzetten. Het ESG Data Convergence Initiative, waarbij zich inmiddels meer dan 325 LP's en GP's (general partners) hebben aangesloten, is een goed voorbeeld van hoe succesvol samenwerken kan zijn.'

Karambelkar: 'Ik kan me vinden in de constatering dat de Due Diligence Questionnaire van ILPA erg breed en basaal is en niet in lijn met de financiële rapportagevereisten van ILPA, die erg specifiek en behoorlijk geavanceerd zijn. Er is wel degelijk behoefte aan een meer geavan-

'De markt is nog niet genoeg ontwikkeld en er zijn nog onvoldoende grote spelers die wij als institutionele partij kunnen selecteren.'

ceerde en gestandaardiseerde rapportage. Iemand moet hier het voortouw nemen en een initiatief opstarten. Het ontbreekt op dit moment aan een soort specifieke ESG-rapportage die in lijn is met wat we al hebben aan financiële rapportage.

Mikkers: ‘Ik zou ook verdere standaardisatie en duidelijkheid omarmen. Eerlijk gezegd denk ik dat we nog steeds een leercurve doorlopen, vooral om beter te begrijpen wat LP’s in ons fonds willen zien. Onze fondsen zijn SFDR 9-fondsen, maar in hoeverre weet je of dat daadwerkelijk overeenkomt met wat LP’s wensen?’

Carnwath: ‘We moeten bedrijven met elkaar kunnen vergelijken, maar we moeten voorzichtig zijn met aggregatie. Sommige statistieken kunnen worden samengevoegd, maar andere worden onzin als je verschillende sectoren samenvoegt.’

Barker: ‘Je kunt wat geaggregeerde gegevens laten zien, maar casestudies vertellen een specifiek verhaal. Dat verschaft veel duidelijkheid.’

Het huidige niveau van diversiteit in investeringsteams binnen private equity en RvC’s is nog steeds laag. Wat kan de sector doen om dit te veranderen?

Wedershoven: ‘Wij hebben allemaal een verantwoordelijkheid om op het gebied van diversiteit doelen te stellen voor individuele fondsen. We moeten er echt voor zorgen dat er bij vacatures een grote diversiteit aan kandidaten wordt geïnterviewd. De manier waarop en de taal waarin vacatures gepubliceerd worden, maakt al een groot verschil, vooral ten aanzien van meer diversiteit vanuit een genderperspectief. Als er om een sterke leider wordt gevraagd, solliciteren er meestal minder vrouwen. Zo zijn er ook teksten waarop, omgekeerd, mannen niet of nauwelijks reageren. Terwijl we vaak hetzelfde zoeken: een eindverantwoordelijke die de organisatie meekrijgt met zijn visie. Vanaf het begin moeten we ons richten op meer inclusie en initiatieven voor gelijke kansen. Dus ervoor zorgen dat je best practices deelt, zodat divers talent ook blijft. Dit is vooral van belang voor raden van commissarissen. Die bestaan over het algemeen uit witte 60-plus mannen. Die groep

‘Europa heeft fantastische onderzoeksuniversiteiten, ongelooflijke startups en geweldig talent. Wat we consequent missen is kapitaal om daarin te investeren. Dat zit opgesloten in pensioenfondsen.’

moet dringend gediversifieerd worden door bijvoorbeeld te investeren in trainingen voor nieuwe commissarissen, met meer diverse achtergronden qua leeftijd, ervaring enzovoort. Dat is een belangrijke uitdaging, want een meer diverse groep leidt tot beter bestuur.’

Klaver: ‘Het begint bij de top. Als je meer diverse leiders hebt, inspireren en trekken ze andere mensen aan. Ons team wordt geleid door een vrouw en een andere vrouw doet de werving. De positieve effecten daarvan zijn goed merkbaar.’

De Vries: ‘Natuurlijk moeten de besturen en managementteams in de eerste plaats naar zichzelf kijken en ervoor zorgen dat er voldoende diverse dealteam- en beleggingscommissieleden zijn. Er moet ook worden gekeken naar de diversiteit in portfolio-bedrijven. Er is sprake van een structureel tekort aan investeringen in diverse bedrijven.’

Mikkers: ‘De overkoepelende overtuiging moet zijn dat er niets boven een evenwichtig team gaat. Als die overtuiging wordt gedreven vanuit het leiderschap, denk ik dat er uiteindelijk een meer diverse gemeenschap komt. Wij hebben meer dan honderd bedrijven opgericht en elke keer moesten we natuurlijk een eerste CEO vinden om aan die ondernemingen leiding te geven. In advertenties hebben we een beetje gespeeld met het taalgebruik en dat maakt, als eerder gezegd, wel degelijk een verschil. Wij hebben 16% vrouwelijke CEO’s in onze bedrijven, iets beter dan het sectorgemiddelde. Van buitenaf bekeken lijken vrouwen het beter te doen. Onze succesvollere bedrijven worden geleid door vrouwelijke CEO’s, al is dat helaas nog niet statistisch significant. Maar met de snelheid waarmee we werken, kunnen >

we een soort database opbouwen en ondertussen zijn we vastbesloten om te proberen meer vrouwelijke CEO's binnen te halen. Dat is niet gemakkelijk.'

Van der Schoot: 'Volgens initieel onderzoek lijkt er een positieve correlatie te bestaan tussen diversiteit in besturen en groei. Ook lijkt het erop dat diverse beleggingsteams succesvollere beleggingen doen dan niet-diverse teams. We zullen in de toekomst meer data krijgen die het belang van diversiteit duidelijk zullen maken.'

Heeft Nederland de juiste troeven in handen om de Green Finance Hub van Europa te worden met groen als exportproduct naast water als exportproduct? Wat betekent dit en wat moeten we doen om dit te bereiken?

Mikkers: 'Voor mij zijn er nu drie grote thema's: gezondheid, klimaat, en voedsel en landbouw. Er is innovatie nodig om de problemen rondom deze thema's op te lossen en de wereld vooruit te helpen. Dat is waar investeringen in een vroeg stadium met een hoog risico en hoog rendement nodig zijn. Er moet een ecosysteem gecreëerd worden dat zichzelf versterkt, waardoor meer ondernemerschap zal ontstaan. Dat is een niet te onderschatten aspect van een groene hub.'

Wedershoven: 'Ik denk dat Nederland heel goed gepositioneerd is om een groene hub te worden, vooral vanwege zeer vooruitstrevende LP's. We maken daar te weinig gebruik van en profiteren er niet genoeg van. Als we de kracht van progressieve LP's kunnen gebruiken en vanuit GP-perspectief ambitieuzer kunnen worden, kunnen we dit echt serieus aanpakken. We hebben in Nederland een overheid die vooral gericht is op grote – beursgenoteerde – bedrijven en veel minder op ondernemende innovatie. Ook hebben we de woningbouw laten verkom-

'De balans vinden tussen impact en rendement is niet eenvoudig.'

'Ik denk dat we als LP's en GP's moeten samenwerken. Als je niet iets krijgt dat voor iedereen relevant, werkbaar en beheersbaar is, zul je geen goede resultaten neerzetten.'

meren. Dat alles is niet bevorderlijk voor startups. Maar al met al ben ik toch niet pessimistisch en denk ik dat we een goede kans hebben om een van de groene hubs te worden. Dus we moeten het gewoon maar beginnen te claimen.'

De Vries: 'Ik pleit ervoor dat we de toegang tot private equity democratiseren, omdat we anders altijd afhankelijk zullen zijn van de grotere financiële partijen. Ik zie dat als een uitdaging voor venture capital.'

Is er nog iets wat jullie naar voren willen brengen?

Carnwath: 'We moeten een ecosysteem creëren dat werkt en dat betekent dat er aan de onderkant moet worden geïnvesteerd – of dat nu venture is of in het lagere middensegment – om de duurzame kampioenen van de toekomst te creëren.'

Karambelkar: 'We hebben financiering nodig voor durfkapitaal. Als interne teams niet over de bandbreedte beschikken, kunnen deze beleggingen worden uitbesteed aan externe vermogensbeheerders met expertise en trackrecord op dit gebied.'

Van der Schoot: 'Ik wil het belang van verdere afstemming over rapportage, gegevens en monitoring benadrukken. Niet alleen tussen LP's en private equity-managers, maar ook in het licht van de regelgeving. Als we op één lijn zitten, kunnen we ons effectief richten op het creëren van duurzame waarde voor beleggers.'

De Vries: 'We moeten blijven samenwerken om betere data te krijgen en er ook voor zorgen dat we blijven werken aan het uitbouwen van de double bottom line aanpak.' ■

CONCLUSIE

De verschuiving van ESG als een risicofactor naar ESG als een factor die waarde creëert, vereist een mentaliteitsverandering.

Op beleidsniveau ligt de ESG-laat over het algemeen hoog, op operationeel niveau vaak minder hoog.

Er moet een manier worden gevonden om meer pensioenkapitaal vrij te maken voor durfinvesteringen.

Er moeten inspanningen worden geleverd om de ESG-rapportages te stroomlijnen.

Initiatieven als het ESG Data Convergence Initiative kunnen helpen om de ESG-performance van portefeuilles te verbeteren.

De toegang tot private equity zou gedemocratiseerd moeten worden om minder afhankelijk te zijn van de grotere financiële partijen.

Europa in een wurggreep

China en de VS zijn verwickeld in een strijd om de wereldheerschappij. De ondergeschikte positie van Europa aan de VS bestaat al lang en is bestendig. De relatie met een naar wereldheerschappij strevend China is voor Europa relatief nieuw. Hoe moet Europa zich verhouden tot China? Een blik op met name de Chinees-Europese economische relatie.

China's allesoverheersende drijfveer is om een dominante wereldmacht te worden op zowel economisch, politiek als militair vlak. Een streven dat niet alleen ingegeven is door de wens om het glorievolle verleden van China te doen herleven, maar ook door de kwetsbaarheid van China. Met ruim een zesde van de wereldbevolking beschikt China over slechts 9% van de voor landbouw geschikte grond in de wereld en over maar 7% van de wereldwijde zoetwatervoorraad. Bovendien gaat een groot deel van de import en export via de uiterst smalle Straat van Malakka. China voelt zich kwetsbaar en streeft derhalve naar een zo hoog mogelijke graad van zelfvoorziening. Vooral op strategische sectoren als energie en voor economische en militaire macht bepalende technologie.



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

De huidige vertraging in de Chinese economie is voor de Chinese Communistische Partij (CCP) zorgelijk. Export alleen gaat dit probleem niet oplossen. Vandaar dat de CCP meer buitenlandse investeringen middels bijvoorbeeld belastingvoordelen wil aantrekken.

Echter, na ruim 20 jaar met China onderhandeld te hebben over de integratie van China in de wereldeconomie, begint Europa te onderkennen dat er een groot verschil is tussen wat China zegt te gaan doen en wat China daadwerkelijk doet. Een level playing field in de Chinees-Europese verhoudingen is ver te zoeken. Daarbij heeft een grote rol gespeeld dat de Chinese verdeel-en-heers politiek ten

aanzien van de Europese landen tot nu toe zeer succesvol is gebleken.

Voor westerse bedrijven is er geen sprake van een level playing field in de concurrentie met Chinese bedrijven. In het bestuur van alle grote Chinese bedrijven heeft een lid van de CCP zitting. De ontwikkeling van grote, internationaal opererende Chinese bedrijven wordt op vele manieren door de CCP gesteund. Geen staatsubsidie mogelijk vanwege anti-dumping regels in Europa? Dan faciliteren een aantal Chinese (staats-)banken wel goedkope financiering van de klanten van Chinese bedrijven. Sterker nog, er is zelfs sprake van 'reverse discrimination' van Europese bedrijven. Zij moeten aan strenge, kostenverhogende regels binnen de EU voldoen die vaak niet van toepassing zijn op Chinese producten die buiten Europa zijn vervaardigd. Het risico van investeren in Chinese bedrijven is niet alleen de onzekere rechtspositie van buitenlands kapitaal in China, maar zeker ook dat het Westen het level playing field gaat herstellen met maatregelen door de VS en Europa die grote impact zullen hebben op de waarde van zowel Chinese als westerse bedrijven. Huawei en ASML zijn huidige voorbeelden van deze ontwikkeling.

Moeten we China en China-gerelateerde economische activiteiten nu uitsluiten? Dit zou het ontkennen van de realiteit betekenen. China zal de ingezette strategie naar wereldheerschappij voortzetten. Op zich, als Europa naar haar eigen historie kijkt, een legitieme wens. Het gaat erom hoe die bewerkstelligd wordt en met welke gevolgen. Europa zal haar ogen voor de Chinese – en de Amerikaanse – realiteit moeten openen. Alleen als Europa optreedt als een stevige eenheid naar zowel China als de VS zullen we de Europese waarden kunnen blijven behouden. Hiervoor zou Europa haar enige drukmiddel, economische waarde, veel harder moeten gebruiken. ■

Voor het schrijven van deze column is vooral geput uit 'The Silk Road Trap' van Jonathan Holslag en 'Is China nog te stoppen' van Henk Schulte Nordholt.

China kan zich geen oorlog veroorloven

De impasse in de betrekkingen tussen China en de meeste westerse landen is zorgelijk. Alleen China de schuld geven, is onzinnig. Het is nodig om de verschillen tussen de Chinese vorm van kapitalisme, met veel overheidsinvloed, en de westerse varianten, met meer nadruk op vrijheid, te aanvaarden. Natuurlijk is er meer behoefte aan persoonlijke vrijheid in China, maar met een nieuwe, meer vrijheid eisende generatie Chinezen zal die er ook komen.

Door Joost van Mierlo

Dit zijn kort samengevat de opvattingen van de Chinees-Amerikaans-Engelse econoom Keyu Jin. De Hoogleraar Economie aan de London School of Economics is de afgelopen jaren regelmatig in het nieuws om commentaar te geven op ontwikkelingen in China. Ze toont zich daarbij een voorzichtige criticaster van de politieke lijn van de huidige president Xi Jinping.

Haar inzichten worden door tal van prominente economen en politici geprezen. De econoom Kenneth Rogoff, wiens studie over de kredietcrisis 'This Time is Different' alom werd gelauwerd, noemt haar recente boek 'The New China Playbook' de belangrijkste bijdrage van de afgelopen jaren om inzicht in China te verkrijgen. En ook de Britse oud-premier Tony Blair noemt haar inzichten cruciaal om ontwikkelingen in China op waarde te schatten. Overigens noemen anderen haar ook wel een spreekbuis van Beijing.

Jin vraagt begrip voor de verschillen tussen China en het Westen. Volgens haar is de toon waarop politieke maatregelen in China worden aangekondigd heel anders dan het doorvoeren ervan in de praktijk van alledag. Zo geeft ze aan dat lokale besturen, zowel op regionaal niveau als binnen steden, een enorme invloed hebben en veel vrijheid genieten om maatregelen naar eigen inzicht door te voeren. Door daar geen aandacht aan te besteden, ontstaat in Jins ogen een vertekend beeld van de situatie in haar geboorteland.

De in 1982 geboren econoom was een van de eerste generatie Chinese kinderen

van de eenkindpolitiek die eind jaren zeventig werd ingevoerd. Het heeft volgens haar niet alleen geleid tot een daling van de bevolkingsgroei en tot een inmiddels vergrijzende bevolking. Het heeft ook het karakter van het land veranderd.

De ambities van ouders werden geconcentreerd op hun enige kind, wat er bijvoorbeeld voor zorgde dat er enorm veel aandacht was voor onderwijs. Volgens Jin was het niet uitzonderlijk dat ouders 30% van hun inkomsten besteedden aan de best mogelijke opleidingen voor hun kinderen, voor een groot deel in het buitenland. Dat gold ook voor Jin zelf. Als vijftienjarige bezocht ze een jaar lang een Amerikaanse high school in New York. Ze zou gevolgd worden door miljoenen anderen.

Ieder jaar volgen nog altijd een half miljoen Chinese jongeren een opleiding in het buitenland. De meesten keren na afloop terug naar China. Met hun ervaringen hebben ze volgens Jin op dit moment al een grote invloed. Ze noemt het typerend dat vooral deze jongeren eind vorig jaar in opstand kwamen tegen de strenge uitgaansverboden die toen nog golden als gevolg van de COVID-19-

pandemie. En het is wat haar betreft net zomin toeval dat de overheid besloot om het beleid radicaal om te gooien. 'In een land met een sterke overheid kunnen dit soort maatregelen snel worden doorgevoerd.'

In haar recente boek 'The New China Playbook' tracht Jin een uitgebalanceerd beeld van haar geboorteland te schetsen. Ze is daartoe in veel opzichten

'Een overgrote meerderheid van de Chinezen vindt zaken als stabiliteit en economische veiligheid veel belangrijker dan vrijheid. Het is onderdeel van de Chinese cultuur.'

CV

Keyu Jin

Keyu Jin is Hoogleraar Economie aan de London School of Economics. De in 1982 in het Chinese Beijing geboren Jin studeerde economie aan Harvard University in de Verenigde Staten, waar ze in 2004 afstudeerde en in 2009 promoveerde. Ze doceerde onder andere aan Yale en Berkely in de Verenigde Staten. Ze was tijdelijk in dienst bij de Amerikaanse zakenbanken Goldman Sachs en JP Morgan. Jin is een veelgevraagd commentator op ontwikkelingen in China. Ze zat sinds 2022 in de Raad van Commissarissen van de door UBS overgenomen Zwitserse bank Credit Suisse.



de uitgelezen figuur. Haar vader Jin Liqun is nog altijd een gezaghebbend figuur binnen de Chinese politiek. Hij vervulde tal van prominente functies binnen het ministerie van Financiën en is president van de Asian Infrastructure Investment Bank, een ontwikkelingsbank die in het leven is geroepen om de Chinese deviezenreserves beter te gebruiken en die gezien kan worden als een alternatief voor de Wereldbank, waar haar vader overigens ook voor heeft gewerkt.

Maar haar vader was tevens slachtoffer van de Culturele Revolutie in China in de jaren zestig. Net als huidig president Xi Jinping werd vader Liqun als jonge student naar het platteland gestuurd om daar als landarbeider te werken. De verhalen daarover hebben een diepe indruk gemaakt op dochter Keyu, zo vertelde ze aan Juliet Mann in haar programma *The Agenda* voor de Amerikaanse zender CGTN Europe.

Ze is zich daardoor goed bewust van de keerzijde van een regime dat vrijheden beteugelt. Zo betreurt ze in een interview met Gideon Rachman van de *Financial Times* de gebeurtenissen in Hongkong, waar demonstraties tegen het aantasten van vrijheid met harde hand werden neergeslagen.

Maar Jin zoekt vooral de nuance. Geleidelijke verandering is in haar ogen noodzakelijk. Tegelijkertijd vinden Chinezen een overheid die vrijheden beperkt volstrekt vanzelfsprekend. Een overgrote meerderheid van de Chinezen vindt zaken als stabiliteit en economische veiligheid veel belangrijker dan vrijheid.

‘Het is onderdeel van de Chinese cultuur’, vertelt ze aan Coleman Hughes, die een populaire Amerikaanse podcast heeft met als titel ‘Conversations with Coleman’.

Jin toont zich bezorgd over de situatie rond Taiwan. De Chinese president Xi lijkt de druk op het land op te voeren. Jin verwacht echter niet dat het zo’n vaart zal lopen. Volgens haar heeft China geen behoefte aan oorlog, aangezien het land nog altijd 600 miljoen armere Chinezen heeft die dromen van een middenklassebestaan. De ambities van deze groep zullen alleen maar worden gehinderd als voor een confrontatie met Taiwan wordt gekozen, zo vertelt ze aan Coleman.

De opbouw van een enorm eigen leger en de snelle groei van een zeemacht willen volgens Jin niet zeggen dat het land aast op een oorlog. De opbouw van de militaire macht ziet zij als een rechtstreeks gevolg van de economische machtspositie die het land de afgelopen decennia heeft opgebouwd. Maar China is volgens Jin historisch gezien een vredelievend land. Er is in haar ogen geen reden om te verwachten dat dit zal veranderen.

‘China heeft begrepen dat er behoefte is aan een nieuwe vorm van kennis. Er is meer behoefte aan creativiteit en het onderwijssysteem moest daardoor veranderen.’

Er is volgens Jin een diep besef in China dat er behoefte is aan een nieuwe economische politiek. De focus op groei, feitelijk ten koste van alles, heeft plaatsgemaakt voor een nadruk op innovatie en een stijgende productiviteit. Ze wijst op de recente benoeming van Li Qiang tot premier. Volgens Jin is Li Qiang de ‘belangrijkste’ politieke figuur in China, zo vertelde ze aan FT’s Rachman. Belangrijker dus

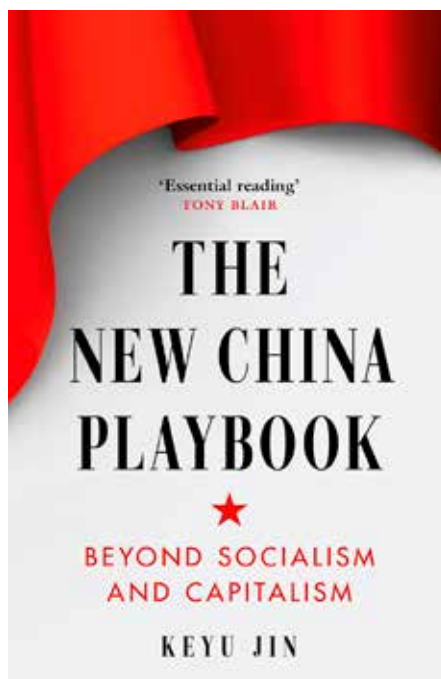
dan Xi. Hij is in haar woorden een 'uitermate praktische en ontvankelijke' politicus.

'Het is goed om ons te realiseren dat Li, net als veel andere leden van het Chinese Politburo, carrière heeft gemaakt in een tijd waarin de Chinese economie is opengegooid. De achtergrond van Li is daarnaast extra interessant. Hij bereikte de top door succesvolle ondernemers te ondersteunen. Als jonge politicus werd hij al bekend vanwege toespraken waarin hij mensen met ideeën opriep om contact te zoeken. Hij staat ook open voor buitenlandse ondernemingen. Toen hij partijsecretaris was in Shanghai, zorgde Li ervoor dat Tesla de grote fabriek in die stad neerzette.'

Veel van de belangrijke economische beslissingen worden volgens Jin dus op lokaal niveau genomen. Lokale overheden zouden helpen bij het financieren van ondernemingen en bij het vinden van de juiste medewerkers. Maar het is wat haar betreft niet terecht om hen als publieke ondernemingen te beschouwen, ook al hebben lokale overheden soms een aanzienlijk belang. 'Dit is onderdeel van het Chinese kapitalisme. De rol van de overheid, vooral die van lokale of regionale overheden, is cruciaal. Er is geen reden om te verwachten dat dit zal veranderen', aldus Jin tegenover Julia Mann.

De lokale overheden zorgen er volgens haar voor dat de scherpe kantjes van nationale politieke maatregelen worden afgeschaafd. Ze wijst daarbij bijvoorbeeld op de radicale verandering rond onderwijs. Vorig jaar werd aangekondigd dat bijscholen niet langer geaccepteerd was, terwijl het inhuren van gespecialiseerde docenten een cruciaal onderdeel was van het zeer competitieve onderwijssysteem van China, waarbij alles draaide om het uit het hoofd leren van grote hoeveelheden informatie.

'China heeft begrepen dat er behoefte is aan een nieuwe



Keyu Jin, *The New China Playbook*, Swift Press, 368 blz ISBN: 978-1984878281

vorm van kennis', aldus Jin in haar gesprek met Jay Coleman. 'Er is meer behoefte aan creativiteit en het onderwijssysteem moest daardoor veranderen. Het verbod op bijscholing is echter op de meeste plekken ingetrokken. De aard van de bijscholing, richting meer praktische en technologische kennis, is echter veranderd.'

De maatregelen betekenen in Jins visie dat de Chinese economie aan het veranderen is. Veel van de traditionele arbeidsintensieve industrie verhuist naar landen als Vietnam en Indonesië. En intussen wemelt het volgens Jin van nieuwe initiatieven in het land. China staat op het punt om de grootste producent van elektrische auto's

ter wereld te worden. 'De groei van elektrische auto's werd mede mogelijk gemaakt doordat de Chinese overheid besloot om 1 miljoen oplaadpunten aan te leggen', aldus Jin tegenover Coleman. 'Dat is aanzienlijk meer dan de 130.000 openbare oplaadpunten in de Verenigde Staten.'

Het draagt allemaal bij aan de transformatie van de Chinese economie, zo stelt Jin. Er blijven volgens haar voldoende zorgen. Zo is er nog altijd sprake van een vastgoedbubbel, vooral in de grote steden, waar prijzen van huizen vergelijkbaar zijn met die van Amerikaanse steden als New York en San Francisco, terwijl het gemiddelde inkomen nog altijd een fractie is van de Amerikaanse situatie. Er blijft in Jins ogen ook behoefte aan politieke hervormingen, die ervoor zouden moeten zorgen dat er meer verantwoording wordt afgelegd over genomen maatregelen.

'Li Qiang bereikte de top door succesvolle ondernemers te ondersteunen. Als jonge politicus werd hij al bekend vanwege toespraken waarin hij mensen met ideeën opriep om contact te zoeken.'

Jin verwacht dat de nieuwe generatie van in het Westen opgeleide Chinezen, haar generatie, op den duur meer openheid zal eisen. Het zal echter een langzaam proces zijn. Dat is volgens Jin voor de meeste Chinezen geen probleem zolang er een succesvol economisch beleid wordt gevolgd. Hoewel succes niet verzekerd is, zijn volgens Jin de eerste stappen daartoe genomen. ■

Alles is energie

Energiemarkten zijn de afgelopen jaren sterk veranderd. Helaas trekt Europa aan het kortste eind, grotendeels door eigen toedoen. Maar uiteindelijk komt het goed.

Technologie kan de wereld veranderen. Tegenwoordig ligt de focus vooral op kunstmatige intelligentie, maar er zijn ook andere noemenswaardige technologieën. De laatste globaliseringsgolven waren onmogelijk zonder de uitvinding van de container. De belangrijkste gebeurtenis in 2007 was niet de start van de Grote Financiële Crisis, maar de komst van de iPhone.

Op het gebied van energie hebben twee technologische ontwikkelingen voor een grote omwenteling gezorgd. In de eerste plaats is dat de onconventionele winning van olie en gas door middel van fracking en horizontaal boren, waardoor de VS weer een grote olieproducent is geworden. De tweede technologie is het vloeibaar maken en vervoeren van aardgas in de vorm van LNG. Daardoor zijn energiemarkten wereldwijd veel meer met elkaar verbonden.

Nu de Amerikanen weer een netto-exporteur zijn geworden van energie, hoeven zij zich niet meer te bemoeien met het Midden-Oosten. Bovendien werd Amerikaans aardgas spectaculair goedkoop. Dat drukte de inflatie. Het gewicht van energie in het inflatiemandje daalde van 10% naar 6%. Ook was er sprake van een (tijdelijke) verbetering van de Amerikaanse handelsbalans, omdat er geen olie meer werd geïmporteerd (in 2008 ging er nog 50 miljard dollar per maand naar de olieproducerende landen). Het mag duidelijk zijn dat de dollar heeft geprofiteerd van deze ontwikkeling.

Door de Russische inval in Oekraïne is Europa overgestapt van Russisch aardgas naar LNG. Dat lijkt vrijwel hetzelfde, maar dat is het niet. LNG is in de eerste plaats een energiedrager. Met LNG concurreren we met Chinezen en Brazilianen en blijft de volatiliteit en daarmee ook de prijs van energie relatief hoog. Verder is het beter om nog drie jaar door te gaan met het stoken van steenkool dan 30 jaar te vertrouwen op LNG. Bij de productie en het transport van LNG komen immers veel broeikasgassen vrij. Bovendien wordt het oorspronkelijke aardgas gewonnen via het vervuilende fracking. Dat hebben we in Europa verboden, maar ver van huis vinden we het minder een probleem.

Het resultaat is nu dat nergens in de wereld energie zo duur is als in Europa. Landen als China en India doen goedkoop zaken met de Russen. Wij doen geen zaken meer met de Russen. De Amerikanen hebben voldoende eigen goedkope energie, maar Europa moet eerst maar eens dollars verdienen om op de wereldmarkt LNG te kunnen kopen. Het feit dat Europa vol heeft ingezet op de energietransitie helpt ook al niet. Volgens voorlopige berekeningen gaat de energietransitie Europa minimaal 5 biljoen euro kosten en dat is al snel 3% van het BBP. Dat terwijl een groot deel van de rest van de wereld ons blijft beconcurreren met producten gemaakt met goedkope fossiele energie. Voor energieverslindende bedrijven is Europa daarom niet meer aantrekkelijk, maar tegelijkertijd zijn dit wel cruciale onderdelen van productieketens die we in Europa willen houden. Op de langere termijn zal Europa met alternatieve energie wél kunnen concurreren, want uiteindelijk schijnt de zon en waait de wind voor niets. ■



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

‘Eeuwige belofte’ inmiddels onmisbaar in beleggingsportefeuilles

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Emerging markets presteren relatief goed en je moet ze gezien hun toekomstige groeimogelijkheden absoluut in je beleggingsportefeuille willen hebben. Dat was de grote conclusie van de afsluitende paneldiscussie op het door Financial Investigator georganiseerde seminar ‘Beleggen in China & Emerging Markets’.

Dagvoorzitter Volkert de Klerk opent het gesprek met de hamvraag over beleggen in emerging markets (EM). ‘Welk percentage van je aandelenportefeuille adviseer je naar EM-aandelen te alloceren?’ Martijn Rozemuller constateert als inleiding op zijn antwoord dat opkomende landen de afgelopen tien jaar een eeuwige belofte lijken te zijn gebleven. Toch denkt hij dat je er, zeker vanuit het oogpunt van diversificatie, niet omheen kunt om een deel van je portefeuille in EM-aandelen te beleggen. ‘Als passieve aanbieder geven wij daarover uiteraard geen advies, maar puur persoonlijk zou ik kiezen voor een allocatie van ongeveer 5%’, aldus Rozemuller. Ramon Tol zegt dat zijn klanten zo’n tien jaar lang overwogen waren in EM ten opzichte van de MSCI World ACWI index. De laatste jaren heeft dat de klanten niet geholpen. Niettemin wordt de allocatie vooralsnog gehandhaafd. ‘De diversificatie die emerging markets in de portefeuille brengen in vergelijking met ontwikkelde markten speelt in deze beslissing ook mee. Maar wat momenteel vooral voor EM pleit, zijn waarderingen en de growth differential tussen ontwikkelde en opkomende markten’, stelt Tol.

EM presteert relatief beter

Er is volgens Tol sprake van een sterke correlatie met betrekking tot de economische groeiverschillen tussen ontwikkelde en opkomende markten. ‘Dit is positief voor de relatieve performance van EM in vergelijking met ontwikkelde markten. Dat pleit misschien nog wel sterker voor een aandelenallocatie naar EM dan het argument van diversificatie.’ Tom Niemans herkent die beweegredenen om in EM te beleggen. Hij ziet strategische groeimogelijkheden voor opkomende markten en constateert dat de

aandelenallocatie van 10% eigenlijk nog aan de magere kant is. ‘Zet je dat af tegen het gegeven dat opkomende landen, kijkend naar GDP, goed zijn voor 50% van het mondiale GDP, dan is het huidige gemiddelde aandeel van EM in de aandelenportefeuille eigenlijk vrij beperkt’, aldus Niemans.

‘De aandelenmarkt is geen juiste reflectie van de wereldwijde economie, wat onder meer komt doordat index providers niet alles opnemen in de index’, vervolgt hij. ‘Heel veel aandelen in EM zijn niet volledig gereflecteerd in de index, terwijl ze wel degelijk een aanzienlijk potentieel bezitten en bovendien ambitie tonen voor verdere groei. Gezien de tegenvallende rendementen in het verleden moet je die toekomstige groeimogelijkheden als belegger juist willen benutten.’

Waar zit de alpha?

Tol en Niemans zijn binnen hun organisaties onder meer verantwoordelijk voor EM-managersselectie. De Klerk wil daarom weten in hoeverre zij bij de selectie van managers andere afwegingen maken voor EM dan voor ontwikkelde markten. Lokale aanwezigheid blijkt voor beiden veel gewicht in de schaal te leggen.

Duurzaamheid speelt bij Niemans ook een belangrijke rol, hoewel de insteek van de asset class wel een verschil maakt. ‘Bij de beleggingscategorie ontwikkelde markten kun je duurzaamheid zowel met passief als actief beleggen prima invullen. Wel denk ik dat het in opkomende markten effectiever is om dat op een actieve manier te doen. Daarbij is lokale expertise van je managers belangrijk, want die is nodig om in EM de juiste duurzaamheidsdata en inzichten te krijgen.’

Tol zegt een knuppel in het hoenderhok te gooien als hij aangeeft dat van zijn vier managers in EM twee kwantitatieve managers, die geen lokale aanwezigheid hebben, het behoorlijk goed doen. ‘Ik vind lokale aanwezigheid dan ook belangrijker bij managers die een fundamenteel beleggingsproces hebben. Bij kwantitatieve managers is dat minder belangrijk. Bovendien worden de data voor kwantitatieve modellen in EM steeds beter.’

Dan koppelt De Klerk de vraag in hoeverre opkomende efficiënter zijn dan ontwikkelde markten aan de vraag in welke markt het >



VOORZITTER

Volkert de Klerk

CIO, Roots Investments



Tom Niemans

Manager Selection, Goldman Sachs Asset Management



Martijn Rozemuller

CEO Europe, VanEck



Ramon Tol

Fund Manager Equities, Blue Sky Group

‘Lokale expertise van je managers is belangrijk, want die is nodig om in EM de juiste duurzaamheidsdata en inzichten te krijgen.’

makkelijker is om alpha te genereren. Roze-muller scheidt in zijn antwoord praktijk van theorie. ‘De theorie schrijft voor dat het in EM makkelijker zou moeten zijn om alpha te genereren. Hoe meer analisten een specifiek deel van het universum volgen, hoe moeilijker het immers wordt om daarin outperformance te behalen. In EM zijn misschien meer obscure hoekjes waar een kennisvoorsprong te halen is die zich uitbe-taalt.’ In de praktijk zal consistente outper-formance echter moeilijk realiseerbaar zijn voor actieve beleggers, meent Rozemuller. Dat kan anders zijn wanneer je passief belegt. ‘Er zijn verschillende manieren van passief beleggen. Je kunt op een wat slim-mere, net wat minder standaard manier, passief beleggen, en daarbij tegelijkertijd rules based blijven. Ik denk dat je goed moet kijken welke beleggingsmethodiek je wilt volgen en hoe je die in een aantal regels kunt samenvatten.’

Niemand denkt dat je, puur kijkend naar de breedte van het universum, eerder alpha zult genereren in EM. ‘Een lokale bank in India heeft natuurlijk niets te maken met een bank in China. In ontwikkelde markten zie je veel meer correlatie, want toen in de VS de bankencrisis begon en daarna oversloeg op Credit Suisse, raakte iedereen in paniek. Tegelijkertijd was de impact op opkomende markten, op het sentiment na, feitelijk nihil.’ Kijk je in hoeverre de mana-gers de verwachtingen over de afgelopen jaren hebben waargemaakt, dan ontstaat een ander beeld, meent Niemand. ‘De resul-taten zijn voor de meeste managers toch gewoon teleurstellend. Maar dat hangt vooral samen met het teveel aan geopolitiek risico dat we de afgelopen tijd hebben gezien. Daardoor kwamen de kernprincipes en -strategieën van actieve managers min-der naar voren dan werd verwacht.’

Duurzaamheid doordrenkt portefeuilles

Welke rol speelt duurzaamheid binnen het beleggen in EM, wil De Klerk weten. En concreter: welke individuele weging geven de paneldeelnemers daaraan? Tol probeert duurzaamheid altijd onderdeel te laten zijn van het beleggingsproces, dus niet alleen bij het beleggen in opkomende markten. ‘Mo-menteel zijn we de portfolio’s van onze managers aan het decarboniseren, waarbij we zijn gestart met de passieve portefeuilles. Dat proces is bijna afgerond. We zijn ook al

aan de slag met de actieve portefeuilles, waaronder die in EM.’ De klantvraag is meesturend in dat proces, maar de mana-gers hadden volgens Tol zelf het grootste deel van de portefeuilles al CO₂-arm ge-maakt. ‘Dat is ook iets waar we als pensi-oenfonds naartoe werken en waarvoor we met de managers contractuele afspraken maken en gaan maken.’

Kwaliteitsslag data is noodzakelijk

Wel merkt Tol op dat zowel de beschikbaar-hed als de kwaliteit van ESG-data binnen opkomende markten nog ‘een dingetje’ is. ‘Uit cijfers van vermogensbeheerders blijkt dat in het hele EM-universum 20% van de data op schattingen berust en 80% is gerap-porteerd. Dus op basis van schattingen worden aandelen over- of onderwogen. Ik weet ook dat van die 100%, dus zowel gerapporteerd als geschat, 15% van de data van lage kwaliteit is. Dus ook al zetten we duurzaamheidsstappen voorwaarts, houd er rekening mee dat er nog een kwaliteitsslag in de data nodig is. Wat daarbij helpt, is om goed te overleggen met je klanten, die immers je opdrachtgevers zijn.’

Correctie voor weging China

Binnen EM-portefeuilles heeft China een behoorlijke weging, merkt De Klerk op. Die kan soms wel oplopen tot zo’n 30%. Voelen de paneldeelnemers zich daar comfortabel bij of corrigeren ze die weging? Kijkend naar de markt en vooral naar de omvang van de marktkapitalisatie, dan is China volgens Niemand niet veel groter dan een grote reguliere markt in Europa. Niettemin ziet Niemand wel de potentie van China om een stand alone blok te worden binnen de EM-beleggingen. ‘Maar als je het zo gaat benaderen, dan loop je met een aparte weging voor China het risico een probleem te creëren voor je restant EM-aandelenpor-tefeuille. Met een aparte weging creëer je met Korea en Taiwan eigenlijk een tweede China. Dat zijn dan de grote blokken bin-nen de index en dan is de vraag: ga je hier dan ook weer separaat naar alloceren? Wij hanteren tot op heden daarom gewoon één geïntegreerde aanpak. Ook omdat je anders een separatie visie op China moet hebben.’ Tol ziet dat ook zo. China maakt deel uit van de globale mandaten die zijn klanten hebben.

Geopolitiek bedreigt EM-aandelen

Discussies om China eventueel af te splitsen

‘De frontier markets van vroeger zijn de emerging markets van nu. Zo bezien zijn frontier markets interessant.’

of zelfs uit te sluiten, zijn er volgens Tol overigens wel met klanten. ‘Dat heeft alles te maken met geopolitieke risico’s’, zegt hij. ‘In Rusland handelen we niet meer vanwege de inval in Oekraïne. Maar, zo wordt ons gevraagd, wat als China Taiwan straks binnenvalt? Moeten we dan ook weg uit China? Klanten vragen naar de waarschijnlijkheid van zo’n inval en daarmee kom je al snel op geopolitiek. Maar als je China eruit haalt en er gebeurt op geopolitiek vlak vervolgens iets met India, haal je die er dan ook uit? Dan ga je echt actieve strategische calls maken met enorme impact op de bijbehorende mandaten. Moet je dat wel willen?’

‘Bij ons is het tweeledig’, reageert Rozemuller. ‘Aan de passieve kant zitten we met name in individuele exposures en dan bepaalt de klant waarin hij belegt. Voor China hebben we bijvoorbeeld een specifieke China ETF. Daarnaast hebben we ook actieve fondsen, bijvoorbeeld voor EMD, en daar bepaalt de beheerder waarin hij belegt en hoe hij omgaat met de allocatie naar China.’

Aansluitend wil De Klerk de grootste risico’s voor EM-aandelen in kaart brengen. Unaniem is het oordeel dat het geopolitieke risico veruit het grootst is. Het hangt samen met wat Tol de patstelling in Oekraïne noemt. Verder baren de spanningen rond Taiwan zorgen en zien de gespreksdeelnemers dat als een potentiële bedreiging voor EM-aandelen.

Niemand breidt het bedreigingsarsenaal uit naar klimaatrisico’s, omdat hij denkt dat die zeker voor EM weleens zwaar kunnen gaan wegen.

Local currency steeds aantrekkelijker

Na het behandelen van algemene risico’s voor EM-aandelen kan de beleggingscategorie EMD niet onbesproken blijven. De Klerk wil weten hoe de deelnemers daarin zitten en of ze een voorkeur hebben voor debt in hard of local currency. In Niemand’s beleggingsportefeuille zitten zowel hard als local currency. Hij ziet een verschuiving in de onderlinge aantrekkelijkheid van deze valutasoorten. ‘Met hard currency heb je veel exposure naar de Amerikaanse dollar en ben je zodoende gecorreleerd met het rentebeleid van de VS. Daardoor vond de

afgelopen jaren veel import van slechte rendementen plaats. Je ziet dat gedurende diezelfde periode de kredietwaardigheid van landen omhoog is gegaan, maar ook dat de duration van local currency korter is en daarmee minder rentegevoelig. Daarmee is naar onze mening local currency relatief aantrekkelijker geworden in vergelijking met hard currency. Local currency heeft het ook feitelijk duidelijk beter gedaan dan hard currency.’

Rozemuller zegt op dit moment het meest voor local currency te voelen, mede vanwege het spreidingsmotief. ‘Je kunt het toevoegen als extra onderdeel van een breder pallet aan smaken. Niettemin zou ik hard currency zeker niet willen uitsluiten, hoewel ik er wel een iets lagere allocatie aan zou willen geven dan aan local currency.’

Op De Klerks vraag of EMD strategisch of tactisch gepositioneerd moet worden, antwoordt Tol dat het bij hem onderdeel uitmaakt van de strategische portefeuille.

Beleg in FM, maar met mate

Aan het eind van de informatieve sessie is er ruimte voor publieksvragen. Er blijkt belangstelling te bestaan voor de positie van de paneel deelnemers ten opzichte van frontier markets. ‘Alles maakt een verschuiving door’, relativeert Rozemuller. ‘De frontier markets van vroeger zijn de emerging markets van nu. Zo bezien zijn frontier markets interessant.’ Wel is het volgens Rozemuller nog lastig om goede investeringsmogelijkheden te vinden, zeker in beursgenoteerde aandelen.

Tol heeft in frontier markets de ervaring dat transacties die je doet niet binnen een paar dagen geëffectueerd zijn, maar dat dit een paar weken kan duren. Ook adviseert hij om goed onderzoek te doen naar de samenstelling van FM-fondsen en te waken voor overlap met EM. ‘Want dan’, waarschuwt hij, ‘betaal je hoge fees voor iets wat je elders waarschijnlijk al in je portefeuille hebt, namelijk EM-exposure.’ Hij geeft zijn vermogensbeheerders de ruimte om tot maximaal 5% in frontier markets te beleggen. Daar wordt volgens Tol overigens zeer beperkt gebruik van gemaakt. Ook Niemand adviseert om vermogensbeheerders deze ruimte te geven. ‘Maar vooral’, besluit hij, ‘om in small cap EM te beleggen, want die zijn veel interessanter dan FM.’ ■

‘In Rusland handelen we niet meer vanwege de inval in Oekraïne. Maar wat als China Taiwan straks binnenvalt? Moeten we dan ook weg uit China?’

IN HET KORT

Diversificatie en de growth differential pleiten voor een exposure naar EM-aandelen.

Qua duurzaamheid is in EM de meeste impact te behalen door actief te beleggen.

De kwaliteit van ESG-data in EM moet verder verbeteren.

Hoewel Chinese aandelen binnen EM een flinke wegging hebben, blijven ze een geïntegreerd onderdeel van de bredere EM-beleggingsportefeuille.

Binnen EMD wordt local currency steeds aantrekkelijker.

Frontier markets kunnen een rol in de beleggingsportefeuille spelen, maar de exposure daarnaar kan beter beperkt blijven.

Investment Opportunities in Emerging Market Equities

Onlangs organiseerde Financial Investigator een online paneldiscussie over beleggen in aandelen uit opkomende markten met Coos Luning als moderator. Het was een levendige discussie waarin onder andere de redenen om juist in opkomende markten te beleggen, ESG-issues, de precieze allocatie, en de vooruitzichten voor de toekomst, na een ‘verloren decennium’, aan bod kwamen.

Door Harry Geels

Waarom zouden we moeten beleggen in aandelen uit opkomende markten?

Volker Flögel: ‘Aandelen uit opkomende markten hebben momenteel een gunstige risico-rendementsverhouding. Natuurlijk zijn er risico’s, maar emerging market-aandelen zijn de laatste tijd opmerkelijk goed bestand tegen de risico’s in ontwikkelde markten. Terwijl de S&P banken-index een negatief rendement heeft door de bankencrisis, heeft de MSCI Emerging Markets Banks-index dit jaar juist een positief rendement behaald. Opkomende markten bieden een goede diversificatie, misschien nu wel meer dan ooit.’

Mathieu Caqueneau: ‘Wat in het brede verhaal meespeelt, is dat opkomende markten het in de afgelopen tien jaar niet goed gedaan hebben. We kunnen zelfs spreken van een verloren decennium. Het verleden heeft aangetoond dat als de prestaties lange tijd slecht zijn, de toekomstige rendementen hoger neigen te zijn. Er zijn vier thema’s die ten gunste van opkomende markten spreken: economische groei én een groeiende middenklasse, relatief gunstige waarderingen, decorrelatie met ontwikkelde landen, en een relatief inefficiënte markt en dus alpha-potentieel.’

Ramon Tol: ‘Er is inderdaad een positief groeiverschil ten opzichte van ontwikkelde markten, wat bevorderlijk zou moeten uitwerken op de relatieve prestaties van

emerging markets. Het is ook gunstig dat Chinese A-aandelen in de loop der jaren een groter gewicht hebben gekregen in de benchmarks. Die aandelen zijn ook nog eens minder gecorreleerd met de rest van de wereld, waardoor het diversificatie-argument meer kracht krijgt. Onze klanten hebben al jaren een mooie allocatie naar opkomende markten, wat het afgelopen decennium tegen hen gewerkt heeft, maar waarvan we nu denken dat die in hun voordeel gaat werken.’

Flögel: ‘De potentie voor actief beheer is er inderdaad. Enerzijds vanwege de inefficiënties die inherent zijn aan het grote universum van aandelen en anderzijds doordat het retail-gedreven markten zijn die moeilijker te analyseren zijn. Maar er zijn ook twee issues: de implementatie, ofwel het snel en goedkoop toegang kunnen krijgen tot alle markten, en de betrouwbaarheid van data. Desalniettemin is alpha mogelijk, zelfs met de puur datagedreven kwantitatieve strategieën zoals wij die toepassen.’

Jason Hsu: ‘Een andere plus betreft de positieve demografie, ofwel de nog altijd groeiende en jonge beroepsbevolking in de meeste opkomende landen. In ontwikkelde markten groeien die amper nog of nemen die zelfs af, wat het huidige inflatoire klimaat daar alleen maar versterkt. De waarschijnlijk lagere inflatie geeft opkomende markten ook meer monetaire mogelijkheden bij eventuele recessies.’

Is ESG makkelijk toepasbaar in opkomende markten?

Hsu: ‘De toepassing van ESG verschilt per klant en per beleggingsregio. Kort door de bocht zijn Amerikanen meer met diversiteit bezig en Europeanen meer met het milieu. Ook per opkomend land kunnen er verschillen zijn, afhankelijk van de kwaliteit van de data en de uiteenlopende controverses of ‘headline headwinds’. Zeker voor emerging markets is er veel wetenschappelijk bewijs dat ‘G’ een belangrijke rendementsbepaler is. Beleggers onderschatten deze factor voor het duurzame langetermijnprofiel, zeker op bedrijfsniveau.’

Flögel: ‘Governance, zowel op bedrijfs- als op overheidsniveau is inderdaad meer een probleem in opkomende dan in ontwikkelde landen. Gelukkig is ESG-data de afgelopen jaren snel verbeterd, waardoor investeringen in bedrijven met governance-problemen in het recente verleden zijn

vermeden. Het uitsluiten van landen maakt landen- en ondernemingsbestuur overigens eerder slechter dan beter. De datakwaliteit kan verbeteren door verschillende bronnen te gebruiken en, in het geval van dataconflicten, door eigen onderzoek te doen met een goed governance-proces. Een goed governance-proces verkleint daarnaast ook de kans op greenwashing. Greenwashing volledig uitsluiten lijkt echter in opkomende markten vooralsnog een brug te ver.'

Tol: 'De kwaliteit van data is van groot belang. Kijkend naar de indexdata wordt nu zo'n 80% van de bedrijven in emerging markets op basis van harde gegevens gerapporteerd en 20% op basis van schattingen. Helaas is nog voor 15% van de bedrijven de kwaliteit van scope 1 en 2-data van laag niveau. Ook hier zien we overigens verbeteringen vanaf een laag emissieniveau. Dit zijn issues die we naar onze beleggende klanten goed moeten communiceren. We horen regelmatig van beheerders dat de kwaliteit van de data niet altijd even goed is, terwijl de dataleveranciers zelf zeggen dat het in orde is.'

Caquineau: 'Waar wij wat betreft ESG bij het beoordelen van beheerders goed op letten, is of er consistentie zit tussen wat ze beloven te doen en wat ze uiteindelijk opleveren. Ik ben het er verder mee eens dat de ESG-data verbetert, vooral bij de grote bedrijven. Engagement vindt ook op steeds grotere schaal plaats, wat de transparantie en datakwaliteit helpt te verbeteren. Er zijn natuurlijk ook nog data issues, bijvoorbeeld bij veel Chinese A-aandelen.'

Hoe kun je de portefeuille optimaal structureren?

Flögel: 'In principe staan wij voor een bottom-up kwantitatieve aandeleselectie. Macro-economische ontwikkelingen zijn natuurlijk belangrijk, maar ook lastig te meten. Mede daarom is een goed risicomangementsysteem belangrijk. Zoals gezegd is alpha mogelijk. Dat zien we binnen onze organisatie, maar volgens de meeste databases laat ongeveer 70% van de beheerders outperformance zien. Wat betreft benchmarks vergelijken klanten vooral met marktkapitalisatie-gewogen indices. In tegenstelling tot agnostische indices leidt dit tot hoge concentratierisico's op landen- en bedrijfsniveau in opkomende markten.'

Caquineau: 'Dat percentage actieve beheerders dat de markt verslaat is voor emerging markets hoger dan voor de meeste ontwik-

kelde markten. Het is opvallend dat we helaas regelmatig zien dat beheerders goede stockpicking-kwaliteiten hebben, maar dat die door verkeerde macro-economische inschattingen toch matig scoren, met name ten aanzien van frontier markets. We staan gereserveerd tegenover beheerders die claimen alpha te kunnen genereren via top-down beleggingsbeslissingen. Overigens zien we ondanks de potentie van actief beheer de laatste vijftien jaar de groei van passief beleggen in opkomende markten sterk stijgen.'

Tol: 'Wat wij hebben gezien bij alle beheerders die gekomen en gegaan zijn, is dat degenen die top-down werken meestal de slechtste resultaten hebben geleverd. De meeste succesvolle beheerders neutraliseren het landen- en soms ook het sectorrisico versus de benchmarks. Helaas worden de benchmarks 'gedreven' door twee grote landen, hetgeen uit het oogpunt van landenrisico niet optimaal is. Uit ervaring weten we ook dat agnostische portefeuilles lang negatief kunnen afwijken, wat aan de klanten moet worden uitgelegd en veel geduld vergt.'

Hsu: 'Als een beheerder goede stockpicking-kwaliteiten heeft, is het inderdaad van groot belang om het landen- en valutarisico versus de benchmark te neutraliseren. In opkomende markten domineren de landenrisico's nog altijd de sectorrisico's, veel meer dan in ontwikkelde landen. Een eventuele oplossing voor de grote Chinaweging zou twee mandaten zijn: één mandaat dat exclusief in China belegt en één met alleen China.'

Wat zijn de vooruitzichten?

Flögel: 'De relatieve under- en outperformance van opkomende markten versus die van ontwikkelde markten gaat in lange cycli. Na een verloren decennium lijkt er nu ruimte voor goede prestaties.'

Hsu: 'Vaak hebben we een retail-bubbel nodig om de nieuwe lange cyclus een kickstart te geven. A-shares lijken daarvoor een interessante voedingsbodem. Het risico om onderwogen in opkomende markten te zijn, is nu groter dan overwogen te zijn.'

Caquineau: 'Opkomende markten zijn goedkoop, mede door het geopolitieke risico dat momenteel groot is. Denk aan Rusland en Taiwan. Beleggers moeten alleen voor de lange termijn in opkomende markten stappen. ■



VOORZITTER

Coos Luning

Head of Multi Management,
Aegon Asset Management



Mathieu Caquineau

Director of Manager Research,
Morningstar



Volker Flögel

CIO, Managing Partner,
Quoniam Asset Management



Jason Hsu

Founder, CIO,
Rayliant Global Advisors



Ramon Tol

Fund Manager Equities,
Blue Sky Group

Investment opportunities across a changing food system

The entire food value chain is responding to the challenges of the 21st century. With innovation and technology leading the way, it is in the early stages of a major transformation.

By *Shehriyar Antia*

From farm to fork, our global food system is vast – it produces and distributes 20 trillion calories daily. It is also complex, highly inefficient and increasingly unfit for purpose. It is becoming apparent that our food system needs to grow more productive and sustainable. For investors, there are two compelling reasons why this transformation needs to be on their radar. First, food can have major economic and political implications. Second, the drive for a more productive and sustainable food system leads to opportunities for investors to earn returns as well as to have measurable impact.

Geopolitical and macroeconomic vulnerabilities

Food is a critical good, and any disruption in its distribution can create immense economic and political turbulence. Given the reliance of the food system on international trade, interruptions in food supply

chains can quickly lead to food price inflation, which hits consumers differently. If left unchecked by governments and central banks, food inflation can lead to civil unrest – particularly in countries where food expenses make up a large share of household spending.

The Russia-Ukraine war is a stark reminder of the global dependence on a few regions for critical crops and resources. Together, both

countries account for nearly 30% of global wheat exports, and disruptions to their regular shipments sent wheat prices soaring. The conflict also impacted distribution of corn and fertilizer, causing their prices to surge as well. Going forward, investors need to recognize disruptions to food supply and distribution – whether they are due to extreme weather events or geopolitical tensions – will likely be more frequent and widespread. For investors, food inflation can be particularly destabilizing from a social and political perspective, especially in frontier and emerging markets. More importantly, it is not clear if current sovereign rating methodologies take food inflation and the ensuing political risks sufficiently into consideration and investors may want to consider supplementing these assessments of country risk.

Today's food system resembles the energy sector of a decade ago

Today's food system, in some ways, resembles the energy sector of a decade ago. It provides an existential good with inherent ESG

tensions and opportunities in its production system – but not much detailed data to make informed and nuanced trade-offs. Applying an ESG lens to the food system can be exceptionally challenging. Nevertheless, food is becoming more prominent, given the food system's interconnections with climate and biodiversity. For investors with commitments to decarbonization and sustainability, there is a growing recognition that the broad food system needs to play a vital role in achieving both objectives.

These issues are, by their nature, complex, and when looking at the current food system, several inconsistencies become apparent. One example is the use of synthetic fertilizers. Application of fertilizers in regions where they are underused is one of the simplest and most cost-effective ways of increasing crop production from smaller farms and can go a long way towards eradicating hunger and malnourishment. Furthermore, there are no real replacements for nitrogen-based fertilizers today. However, the production of industrial ammonia for

FIGURE 1: INVESTMENT IMPLICATIONS ACROSS FOOD DEMAND

1. Meat producers offer a contrarian investment opportunity	<ul style="list-style-type: none"> • More affluent populations and convergence of global diets create opportunity for meat producers • ESG investors should consider engaging with conventional meat manufacturers
2. Cold storage and transportation provide global opportunities	<ul style="list-style-type: none"> • Proximity to urban centers and transportation hubs are key • Cold logistics real estate and providers in the US, SE Asia and Latin America
3. Packaging offers cash flows no matter the underlying food fad	<ul style="list-style-type: none"> • Irrespective of the trend, food innovation is reliant on new packaging and machinery • Plastic and metal food packaging firms as well as equipment makers in the US and Europe
4. Health and wellness options drive grocery and food innovation	<ul style="list-style-type: none"> • Consumers are seeking healthier food options and may be willing to pay up for it • Look for companies that are closing the gap on price and taste rather than relying on changes to consumer tastes
5. Convenience and food safety drives emerging market opportunities	<ul style="list-style-type: none"> • Concerns around food safety in EM has led to demand for recognized brands and packaged foods • Bakers and bottlers in India as well as Latin America

Source: PGIM

fertilizers is very energy intensive and emits more carbon dioxide than any other chemical-making reaction. Additionally, some of the applied fertilizer runs off into sources of drinking water and waterways, and fertilizers also account for a sizable portion of human generated NO₂ emissions.

So, what should ESG investors do?

ESG investors need to realize there are no perfect solutions when it comes to the food system. Given the criticality of meeting global food demand, excluding some segments of the food system based solely on carbon emissions is an ineffective strategy. Rather, an emphasis on active research that focuses on the actions of the broader industry as well as individual companies to address their most material ESG issues can be more effective.

Investors should have an approach that acknowledges current needs and limitations while working to shorten the transition to better, more sustainable

options. For example, identifying the most forward-thinking fertilizer manufacturers that are taking relevant measures to reduce their carbon footprint today while also investing in startups working on more sustainable alternatives such as biologicals. One way of discerning between leading and lagging fertilizer producers is to really examine their corporate strategy – learning exactly how their research dollars are spent, assessing how realistic their carbon emissions targets are, the state of their progress and whether achieving these goals relies on current or future technology.

Investors also need to seek greater disclosure on a regular basis from the companies they invest in. Access to quality information and data is the basis for making informed trade-offs and identifying the most innovative companies. Greater transparency in data, however, is not costless and may be especially burdensome for small companies and farmers. Collective advocacy by

investors for greater disclosure has led to better data in other sectors and industries. The FAIRR Initiative, for example, is an investor network that has been effective in providing data on a range of ESG risks associated with food production and offers tools and indices on the animal protein industry. Participating in initiatives like this would be a productive step.

From a sustainability perspective, the food system has evolved tremendously since the technological advances of the Green Revolution in the 1960s. Nevertheless, our food system, which represents 40% of global employment, remains fragile and the challenges it faces are significant. Our future food system will need to undergo significant changes to meet these challenges. Whether seeking attractive investment opportunities in public and private markets or mitigating hidden risks, it is imperative that international investors understand the rapid transform that is underway in our global food system. ■



Shehriyar Antia

Head of Thematic Research,
PGIM

FIGURE 2: INVESTMENT IMPLICATIONS ACROSS FOOD SUPPLY

1. AgTech driving smarter, more sustainable food production on small farms	<ul style="list-style-type: none"> • Finding ways to enhance productivity of small-scale farms is critical to meeting future food demands • AgTech landscape is fragmented with many startups and can offer attractive VC investments
2. Farmland debt and equity offer a unique exposure and attractive investment	<ul style="list-style-type: none"> • A range of risk-reward propositions for debt and equity investors • California is especially attractive for investors because of its optimal climate and proximity to major exchanges, ports and highways
3. Crop science and feed additives solutions to boost productivity and sustainability	<ul style="list-style-type: none"> • Leaders in Asia have local expertise and established distribution networks • Leaders in Europe and North America offer real-world products and have diversified businesses and scale
4. Precision agriculture improves efficiency of larger farms	<ul style="list-style-type: none"> • Opportunities in both large global agriculture equipment makers as well as tech startups • Latin America provides growth opportunities as farmers in Brazil and Argentina modernize
5. Fertilizers will remain essential to maintain and enhance crop yields	<ul style="list-style-type: none"> • Annual need for some fertilizers provides steady source of demand that are not easily replaced • ESG-minded investors should strongly consider engagement with this sector as they will be vital to food production for some time
6. Cultivated meat: More sizzle than steak for investors	<ul style="list-style-type: none"> • The market for cultivated meat is highly fragmented with serious challenges and much uncertainty • Investors should instead focus on production of simple proteins (i.e., whey or egg albumen) for commercial use

Source: PGIM

SUMMARY

Among investors with commitments to decarbonization and sustainability, there is a growing recognition that the food system needs to play a vital role in achieving both objectives.

ESG investors need to realize that there are no perfect solutions when it comes to the food system.

They should have an approach that acknowledges current needs and limitations while working to shorten the transition to better, more sustainable options.

Five themes to guide insurance portfolios

European insurers entered 2023 with strong capital ratios and healthier balance sheets. As summer winds down, there are five themes that matter to insurance investors.

By Richard Roberts

Relevant questions regarding private allocations

While central banks make progress against inflation, it's unclear what the exact path forward looks like. For insurers investing their next dollar, rate rises have presented an opportunity over the year to increase book yields. Concurrently, it raises questions of where that next dollar should go. Over the long term, increasing private allocations continues to be attractive. And while fundraising has picked back up, insurers should consider a

few questions regarding their private allocations over the more immediate horizon:

1) Does the return still fully compensate me for the additional risks? Spreads in private markets adjusted at a slower rate than their public counterparts. As we've settled into the higher rate environment, however, we are once again seeing private markets offering yield premiums over public equivalents. For insurers, this means the answer should likely be 'yes' more often than at the start of the year.

2) Does the private asset diversify my balance sheet and make it more resilient? Genuine diversification is very valuable in volatile times. If diversification in some markets isn't commonly available through public markets, demand for private assets should increase. We believe this is still very much the case.

3) Do I still have capacity to take on illiquidity today? This will depend on how insurers' liability profiles have been altered – a topic examined below.

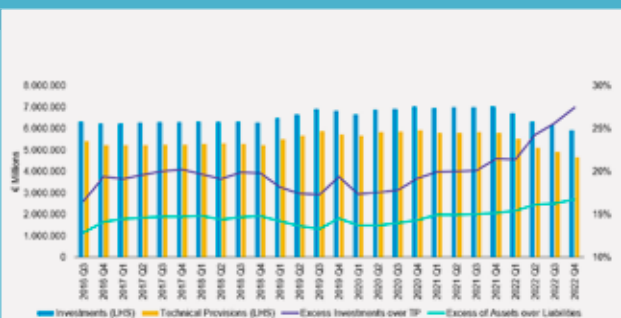
Asset and liability values continue to exhibit more volatility

When rates rise, the convexity within liabilities can magnify liability declines implied by duration alone. Policy lapses are the culprit – as policyholders face more attractive products in a higher rate environment. Increased daily living costs may also spur customers to surrender policies to fund basic needs. While this proved to be an unexpectedly significant liquidity draw, there is evidence of lapses crystallizing, particularly in P&C as customers have faced higher renewal costs.

Scrutiny continues to be recommended with regards to ALM positioning, focusing on dollar value approaches over duration alone, as asset and liability values continue to exhibit more volatility than they have in the recent past.

Additionally, insurers should revisit liquidity stress testing, ensuring they are both appropriate and consider a suitable range of possibilities. Importantly, insurers should consider liquidity candidates in portfolios and ensure managers can raise liquidity in a cost-effective and timely manner when needed.

FIGURE 1: EUROPEAN INSURANCE BALANCE SHEETS REMAIN STRONG AS VIEWED BY INDUSTRY ASSET, LIABILITY, INVESTMENT, AND TECHNICAL PROVISION LEVELS



Source: European Insurance and Occupational Pensions Authority, as of June 30, 2023

FIGURE 2: PRIVATE DEBT FUNDRAISING HAS INCREASED AND IS ABOVE TREND INSTITUTIONAL CAPITAL COMMITTED TO PRIVATE DEBT FUNDS



Source: Preqin, as of June 30, 2023

‘As we’ve settled into the higher rate environment, we are once again seeing private markets offering yield premiums over public equivalents.’

Opportunities arising during volatile markets

Volatility has persisted throughout the year. While equity volatility is down, rates volatility is still elevated. This has opened up opportunities for insurers, although capitalizing on them is not always straightforward.

For instance, internal governance processes surrounding strategic asset allocation, regulatory capital, and operational and accounting expertise must be completed before an insurer can gauge appetite and shift opportunistically between asset classes.

Therefore, carving out a proportion of the overall fixed income allocation for a dynamic multi-sector approach, with solvency and accounting considerations incorporated, can help exploit market dislocations quickly.

Our view coming into the year was for insurers to be selective within fixed income, emphasizing quality and diversification as investors shifted focus from inflation to recessionary concerns. That view still holds and requires the expertise to tactically diversify allocations and utilize the full fixed income universe, risk profiles and geographies. In addition, it’s not uncommon to experi-

ence vast dispersion across fixed income asset class performance. Having the ability to analyze these sectors, as well as the flexibility to invest in them, can support optimally positioning portfolios – an aspect of portfolio construction that will be critical for insurers going forward.

Impact of IFRS 9

We previously commented how the IASB’s implementation of IFRS 9 might result in insurers’ review of their equity allocations to ensure they’re optimal. Under the new accounting standard, listed equity will most commonly be treated as fair value through profit and loss (P&L), which is different for those insurers who previously accounted for equity as Available for Sale and had unrealized gains/losses reflected through Other Comprehensive Income. The change brings potential volatility within financial statements. As insurers think through reallocating elsewhere, high yield can still offer value.

Analysis shows that high yield comes with half the volatility and return of equities, but significantly less than half the capital requirement. Under the new standard, fixed-income assets will require a determination of whether cash flows represent solely payments of principal and

interest (SPPI), and with that a new impairment approach. Structuring a mandate to include a vast majority of assets that pass the SPPI test is relatively straightforward.

Notwithstanding the positive impacts from an accounting perspective, the market environment also presents an attractive entry point. The global high yield market ended June, yielding over 9%. Research shows that current yields are one of the most reliable indicators for future returns over the next five years.

Lastly, given the inverted yield curve, shorter duration high yield is looking to be an attractive substitute to equities without taking on significant interest rate risk.

Geographic diversification

We’ve continued to monitor trends in currency hedging costs, specifically in the context of European insurers’ ability to diversify core portfolios by utilizing non-domestic debt markets. The costs are still high but are now at their lowest level in the recent past. In June 2022, euro-denominated investors would have lost an annualized 2.67% to hedge US-dollar exposure back to euros on a three-month basis. As of June 2023, that cost is down to 1.85%. As that cost decreases, opportunities for geographic diversification should continue to appear.

Doors are open for European insurers to include exposures exhibiting strong relative value on a spread over SCR metric, such as investment-grade EM debt and global credit. ■



Richard Roberts

Co-Head EMEA & APAC Insurance BD, AllianceBernstein

SUMMARY

Increasing allocations to private markets remains attractive over the long term.

Insurers should consider liquidity candidates in portfolios and ensure managers can raise liquidity in a cost-effective and timely manner.

Insurers should be selective within fixed income, emphasizing quality and diversification.

High yield comes with half the volatility and return of equities, but significantly less than half the capital requirement.

It is recommended to include exposures exhibiting strong relative value on a spread over SCR metric.



Bonds en vogue, but gold never out of style

Reassured by the resilience in macro data and frustrated that inflation isn't falling fast enough, major central banks have continued with the monetary tightening exercise, in some cases coming back to it after a brief pause. And as the lagging impact of their aggressive rate hikes ripples through the economy, the broad trend remains for slowing growth in the second half of the year.

By *Jeremy De Pessemier*

In the eurozone, the ECB has lifted interest rates by 4.25% since July last year, back to the highest ever level of 3.75%, to tame inflation. And while headline inflation is now well off October's 10.6% year-on-year peak, dropping to 5.5% year-on-year in June, there is no denying that the pace of growth is decelerating. Indeed, the cost-of-living pressures and the rise in interest rates are weighing on domestic demand.

With the balance of economic forces tilted against capital markets, investors have been reallocating into safer assets recently. According to Refinitiv's European Fund Flow Report, fixed income funds saw the largest inflows (€ 18 billion) in June while equity and multi-asset funds faced outflows. The flow pattern for June has cemented the year-to-date trend: fixed income funds were the asset type with the highest estimated net inflows overall for 2023 so far.

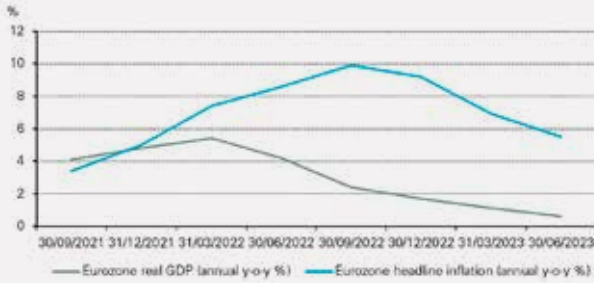
Bonds are attractive, gold looks good as a complementary asset

Fixed income assets do seem like an attractive choice for investors currently. The sharp rise in bond yields since early 2022 and the possibility of rates peaking soon (see Figure 1) have improved the return potential in many fixed income sectors. And while inverted yield curves make it less compelling to extend duration, a modest increase in duration could be prudent for investors seeking to hedge against a growth shock.

But there are risks associated with this view. Persistent inflationary pressures remain the primary obstacle to monetary easing and could result in further tightening. Moreover, inflation volatility may be part of the medium-term inflation story. In fact, looking at the US experience where we have data going back to 1870, inflation has tended to see echo waves two and five years after its first spike above 7%.

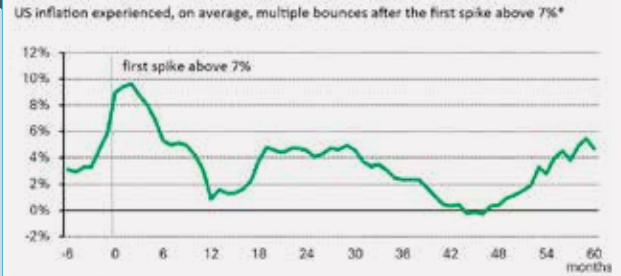
The combination of high wage growth, the green transition, deglobalisation and geopolitical uncertainties speaks to an environment of more frequent potential shocks to inflation. Such an environment would require ongoing and fairly dramatic adjustments to monetary policy from the ECB, introducing volatility, potentially below trend growth and the possibility of negative returns in euro fixed income allocations.

FIGURE 1: INFLATION IS COOLING, BUT STILL ABOVE TARGET, AND GROWTH IS SLOWING



Source: Bloomberg, Eurostat, World Gold Council

FIGURE 2: INFLATION CYCLE IN THE US SINCE THE 1870'S



*Data from January 1872 to December 2022.

Source: Robert Shiller CAPE ratio data, World Gold Council

Against this backdrop, there are several advantages to diversifying the sources of safety in an investment portfolio beyond just high-quality government bonds. Indeed, gold is a global asset and its diverse sources of demand give it resilience and the potential to deliver solid returns in various market conditions. For instance, following a strong 2022 (+6% in EUR), in which gold outperformed both global equities and eurozone government bonds, the precious metal has delivered another gain of 4.4% during the first seven months of 2023, once again outperforming eurozone government bonds.

Furthermore, Figure 2 and 3 highlight that gold can not only be particularly effective in times of high inflation, it can also help

during challenging equity markets. While effective diversifiers are sometimes hard to find, with many assets becoming increasingly correlated as market uncertainty rises, gold is different in that its negative correlation to equities and other risk assets, as seen in Figure 2 and 3, increases as these assets sell off.

These combined characteristics underscore why we believe gold has a key role as a strategic long-term investment and as a mainstay allocation in a well-diversified portfolio, alongside equities and bonds. Going forward, it is likely that gold and government bonds will perform differently from one another. This feature alone should appeal to investors tasked with managing the potential risks ahead. ■

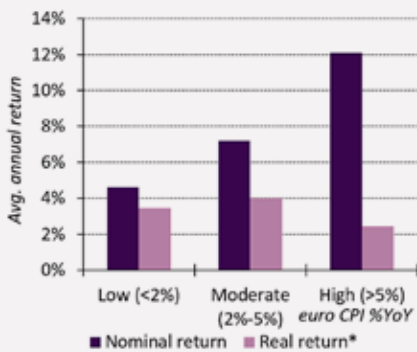


Jeremy De Pessemier

Asset Allocation Strategist,
World Gold Council

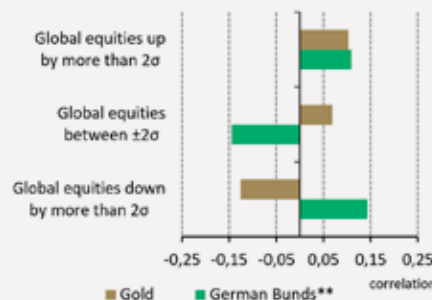
More on market perspectives:
**Gold Mid-year outlook 2023:
Between a soft and a hard place**

FIGURE 3: GOLD HISTORICALLY PERFORMS WELL IN PERIODS OF HIGH INFLATION



Source: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, World Gold Council, inflation computed using annual euro CPI y-o-y changes between 1975 and 2022.

FIGURE 4: CORRELATION OF GLOBAL EQUITIES VS GOLD AND GERMAN BONDS IN VARIOUS MARKET ENVIRONMENTS



Source: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, World Gold Council, based on weekly returns of the FTSE Global Developed Equity Index, ICE BofA German Government bond Index and the LBMA Gold Price. Data from 31 December 1993 to 30 December 2022.

SUMMARY

Amid economic uncertainty, European investors have been, so far this year, re-allocating to fixed income assets.

While fixed income assets may seem attractive currently, persistent inflationary pressures can bring risks to both the growth outlook and bond returns.

Gold can be considered as a long-term strategic asset alongside bonds as it provides excellent returns in a wide range of economic conditions.

Illiquide beleggingen onder het nieuwe pensioenstelsel

Illiquide beleggingen vormen voor veel pensioenfondsen een belangrijk onderdeel van de beleggingsportefeuille. Maar hoe zit dat onder de nieuwe regelingen? Kan hier op dezelfde manier geprofiteerd worden van exposure naar illiquide beleggingen?

Door Gosse Alserda

Voor illiquide beleggingen geldt dat het verwachte rendement normaal gesproken hoger is ter compensatie van de lagere liquiditeit en de vaak hogere complexiteit. Dit noemen we de illiquiditeitspremie. Pensioenfondsen zijn als langetermijnbeleggers beter in staat om met deze lagere liquiditeit om te gaan dan veel andere beleggers. Op dit moment maken pensioenfondsen en andere pensioenuitvoerders hier goed gebruik van en zijn allocaties tot 30% aan illiquide beleggingen niet ongewoon. In dit artikel komen de mogelijkheden aan bod die illiquide beleggingen bieden in de twee nieuwe pensioenregelingen.

Solidaire premiereregeling

De mogelijkheden voor illiquide beleggingen zijn afhankelijk van de contract-

keuze. Als eerste kijken we naar de solidaire premiereregeling (met een theoretisch beschermingsrendement). Een belangrijke eigenschap van de solidaire premiereregeling is dat er nog steeds sprake is van een collectieve beleggingsportefeuille waarvan de rendementen (en dus niet de beleggingen zelf) worden toegedeeld aan verschillende leeftijdscohorten. Binnen deze collectieve portefeuille wordt belegd in zakelijke waarden en wordt de renteafdekking ingericht, alsmede de valuta-afdekking. De opzet is daarmee in grote lijnen vergelijkbaar met de huidige uitkeringsregelingen. Zodoende zijn ook de mogelijkheden voor illiquide beleggingen vergelijkbaar. Fondsen die deze regeling voeren, hebben liquiditeit nodig voor het betalen van de pensioenuitkeringen en voor onderpandverplichtin-

gen vanuit de rente- en/of valuta-overlay. Dit noemen we de primaire liquiditeitsbehoefte, aangezien het niet nakomen van deze verplichtingen grote consequenties kan hebben. Daarnaast is liquiditeit gewenst om de portefeuille periodiek bij te kunnen sturen. Alleen op deze manier is het risicorendementsprofiel in lijn met wat beoogd is en is het mogelijk om optimaal te profiteren van diversificatievoordelen. Dit is de secundaire liquiditeitsbehoefte, aangezien de consequenties van het missen van deze vorm van liquiditeit minder groot zijn dan die van de primaire liquiditeitsbehoefte. In beginsel treedt een probleem in de secundaire liquiditeitsbehoefte eerder op dan in de eerste liquiditeitsbehoefte. Wanneer er onvoldoende kas is voor bijvoorbeeld onderpandverplichtingen, is er normaal gesproken al eerder een probleem geweest met het bijsturen van de portefeuille (zoals de allocatie naar kas).

Analyse ruimte voor illiquide beleggingen

Hoeveel ruimte er in de

solidaire premiereregeling is voor illiquide beleggingen hangt af van veel factoren, zoals de relatieve omvang van de uitkeringen, het kasstromenprofiel van de renteafdekking, en de bandbreedtes rondom het strategisch beleggingsbeleid. Voor een gemiddeld pensioenfonds zien we echter dat allocaties van 40% tot 50% ook in de solidaire premiereregeling in principe mogelijk zijn (maar niet per se ook wenselijk, zie het kader). Er is in dat geval meer dan voldoende ruimte voor liquiditeit voor de primaire liquiditeitsbehoefte, waarvoor vaak maar 10% tot 15% nodig is. Daarnaast is er ruimte om bij te sturen tussen beleggingscategorieën om het algehele risicoprofiel op orde te houden.

Om de ruimte voor illiquide beleggingen kwantitatief te kunnen analyseren, passen we een stresstest toe op de portefeuille. Hierbij kijken we in hoeverre nog bijgestuurd kan worden tot binnen de bandbreedtes, mochten zich verschillende combinaties van een rente- en/of zakelijke waarden-schok voordoen. Een voor-

WELKE ALLOCATIE NAAR ILLIQUIDE BELEGGINGEN IS WENSELIJK?

Naast de vraag hoeveel belegd kan worden in illiquide beleggingen, is ook de vraag van belang welke allocatie (maximaal) gewenst is. Door de illiquiditeits- en/of complexiteitspremie toe te voegen aan de portefeuille wordt de risico-rendementsverhouding (de Sharpe ratio) verbeterd. De toevoeging zorgt ook voor een grotere complexiteit en – wanneer de allocatie verder toeneemt – voor mogelijk concentratierisico. Bovendien kan er minder geprofiteerd worden van diversificatievoordelen wanneer minder goed geherbalanceerd kan worden. Het belangrijkste nadeel is wellicht dat de portefeuille minder wendbaar wordt, waardoor inspelen op trends op financiële markten of ontwikkelingen rondom het pensioenfonds moeilijker is. De gewenste allocatie naar illiquide beleggingen zal daarmee normaal gesproken lager liggen dan het maximum dat mogelijk is. De exacte gewenste allocatie is sterk pensioenfondsafhankelijk.

‘Binnen de solidaire premieregeling is er voldoende ruimte voor illiquide beleggingen. De restrictie betreft eerder hoeveel illiquide beleggingen wenselijk zijn in de portefeuille.’

beeld van een dergelijke analyse is opgenomen in Figuur 1.

In dit voorbeeld kan, ondanks een allocatie naar illiquide beleggingen van circa 30%, zelfs bij een renteschok van enkele procentpunten en/of een forse schok van de zakelijke waarden, nog geherbalanceerd worden. Dezelfde resultaten zien we bij de meeste fondsen voor wie we deze analyse uitvoeren, waarbij vooral de bandbreedtes rondom de strategische gewichten van belang zijn voor welke schok er getolereerd kan worden. De bollen in Figuur 1 geven de punten weer waarop er een (secundair) liquiditeitsprobleem ontstaat. Op deze momenten kan het pensioenfonds niet langer herbalanceren tot binnen de strategische bandbreedtes, maar nog wel voldoen aan onder-

pandsvereisten. De kleur geeft weer welke categorie buiten de bandbreedtes treedt. Het gebied onder de bollen geeft het gebied aan waarop zich geen liquiditeitsproblemen voordoen.

Kortom, we zien dat er binnen de solidaire premieregeling voldoende ruimte is voor illiquide beleggingen, vergelijkbaar met wat we nu in het huidige stelsel zien. De restrictie betreft eerder hoeveel illiquide beleggingen wenselijk zijn in de portefeuille, dan wat mogelijk is.

Flexibele premieregeling

Ook binnen de flexibele premieregeling (en de vergelijkbare solidaire premieregeling met een werkelijk beschermingsrendement) is het mogelijk om illiquide beleggingen op te nemen in het beleggings-

beleid. Een belangrijk verschil is dat er hier geen sprake is van een collectieve beleggingsportefeuille, maar dat er verschillende mandaten (of fondsen) zijn waaraan deelnemers worden blootgesteld. Elk van deze mandaten moet voldoende liquiditeit hebben. Daarom is het belangrijk om in elk mandaat exposure naar illiquide beleggingen te combineren met liquide beleggingen, die de liquiditeit verschaffen om transacties mee uit te voeren. De verschillende mandaten, die elk hun eigen liquiditeit nodig hebben, zorgen er wel voor dat er op totaalniveau minder ruimte is voor illiquide beleggingen. Oftewel, meer mandaten betekent meer restricties, waardoor problemen rondom illiquide beleggingen zich sneller voordoen.

Hoewel we in absolute termen zien dat de ruimte voor illiquiditeit lager is, zijn forse en veelal hogere allocaties naar illiquide beleggingen dan de huidige mogelijk. In de praktijk is er dus vaak geen sprake van een knellende beperking met betrekking tot illiquide beleggingen binnen de flexibele premieregeling.

Illiquide beleggingen belangrijk in de nieuwe regelingen

Ook onder de nieuwe pensioenregelingen zijn er volop mogelijkheden voor pensioenfondsen om te profiteren van de illiquiditeitspremie. Restricties komen eerder voort uit de optimalisatie van het beleggingsbeleid, dan uit wat mogelijk is vanuit liquiditeitsbeheer. Een efficiënte allocatie over illiquide beleggingen is daarmee een belangrijk onderdeel van de portefeuilleconstructie. ■



Gosse Alserda

Investment Strategist,
Aegon Asset Management

FIGUUR 1: VOORBEELD VAN LIQUIDITEITSTRESSTEST



Bron: Aegon Asset Management

IN HET KORT

De ruimte voor illiquide beleggingen binnen de solidaire premieregeling is vergelijkbaar met de situatie onder het huidige pensioenstelsel.

Door de verschillende mandaten is er onder de flexibele premieregeling in beginsel minder ruimte voor illiquide beleggingen.

Bij de flexibele premieregeling is vooral de optimalisatie van het beleggingsbeleid van belang.

Implementatieplan nodig voor overgang naar nieuw pensioenstelsel

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



In het nieuwe pensioenstelsel wordt de collectieve pot vervangen door individuele potjes voor de deelnemers. Dat zou gepaard moeten gaan met een betere, aantrekkelijkere communicatie richting die deelnemers. Voor pensioenfondsen is dat een hele nieuwe stap, zo bleek tijdens de Ronde Tafel over het nieuwe pensioenstelsel bekeken vanuit het perspectief van de impact op de pensioen- en beleggingsadministratie

Op welk gebied verwachten jullie de grootste impact van de introductie van het nieuwe pensioenstelsel?

Bob Folmer: ‘De grootste uitdaging is de integratie van de pensioenadministratie en de beleggingsadministratie: twee voorheen gescheiden werelden. Die worden nu één en dat is een geheel nieuwe dimensie voor de Nederlandse markt.’

Arnout Trampe: ‘De communicatie richting de deelnemer is de grootste kracht die van het nieuwe pensioenstelsel uitgaat. De financiële educatie van de deelnemer is misschien wel even belangrijk. De gemiddelde leeftijd waarop mensen voor het eerst op mijnpensioenoverzicht.nl kijken is boven de vijftig jaar. Het zou mooi zijn als de introductie van de Wet toekomst pensioenen ook als brug zal dienen om de jongere generatie al vroeg voor het thema pensioen te interesseren.’

Reiniera van der Feltz: ‘Voor ons zijn de communicatie en keuzebegeleiding onder met name het flexibele contract belangrijke aandachtspunten. Waar ik voor wil waken, is dat we met elkaar ‘asset only’ gaan denken. Daar kan een deelnemer echt helemaal niks mee, die wordt daar heel zenuwachtig van.’

Randy Caenen: ‘Met betrekking tot de Wtp denk ik met name aan het terugwinnen van vertrouwen en het winnen van betrokkenheid bij de deelnemers door het leveren van zoveel mogelijk maatwerk. Dat kan alleen door het delen van betekenisvolle data en informatie.’

Frans Hofkens: ‘Het verdelen van de collectieve pensioenpot in individuele potjes is, denk ik, de grootste uitdaging. Daarbij gaat het voornamelijk om de verantwoording van de aangroei van die potjes. Die moet altijd uitlegbaar zijn. Onderliggend moet sprake zijn van sterke compliance-grondslagen, wat voorkomt dat we asset only gaan denken, waarbij het beleggingsbeleid is gebaseerd op de lifecycles en de bijbehorende risicopreferenties.’

Eric Veldpaus: ‘Het nieuwe stelsel zal ook veel vragen van deelnemers opleveren over rendement en kosten, omdat deze straks zichtbaar in euro's in mindering worden gebracht op de individuele potjes. Bovendien zijn er vanwege de cohorten verschillen in rendementen en kosten binnen één pensioenfonds. Daarover moet heel goed gecommuniceerd worden.’

Jan-Albert Koopman: ‘De grootste uitdaging wordt inderdaad de koppeling tussen de pensioenadministratie en de beleggingsadministratie. Hoe zorg je ervoor dat de toerekening van het pensioenvermogen aan de individuele deelnemers op een adequate manier gebeurt? Hoe wordt dat gecontroleerd en gemonitord en hoe leg je dat uit?’

Hedwig Peters: ‘Er is nog een extra dynamiek. De werkzaamheden van pensioenfondsen en hun ketenpartners moeten op elkaar worden afgestemd. Dat is anders dan in het verleden. Bestuurlijk zit je met het probleem hoe een en ander aan elkaar geknoopt moet worden; welke weging moet waaraan worden gegeven?’

Is unitisation nodig?

Hofkens: ‘Er wordt vaak aangenomen dat unitisation per se nodig is. Wij pleiten niet tegen unitisation, maar we denken dat het heel erg afhankelijk is van de gekozen governance. Hoe accuraat en transparant wil je zijn? Wat betekent het voor de ketenpartners? Het is ook afhankelijk van de aard van de beleggingen. Voor beursgenoteerde aandelen kan unitisation de voorkeur hebben, terwijl dit voor een swap-portefeuille moeilijk realiseerbaar is. Dan kan een combinatie van unitisation en decompositie de voorkeur hebben.’

Koopmans: ‘Wij hebben een lichte voorkeur voor unitisation boven decompositie. Unitisation is een exacte toerekening, die ook geregisseerd kan worden. Als unitisation >

Voorzitter:

Jeroen van der Put,
diverse pensioenfondsen

Deelnemers:

Randy Caenen,
Nedlloyd Pensioenfonds
Reiniera van der Feltz,
diverse pensioenfondsen
Bob Folmer,
State Street Bank
Amsterdam Institutional Services
Frans Hofkens,
CACEIS
Jan-Albert Koopman,
BNP Paribas Securities Services
Hedwig Peters,
diverse pensioenfondsen
Arnout Trampe,
JP Morgan – Securities Services
Eric Veldpaus,
Institutioneel Benchmark Instituut



VOORZITTER

Jeroen van der Put

Jeroen van der Put is professioneel pensioenfondsbestuurer en Voorzitter van de beleggingscommissies van verschillende pensioenfondsen, waaronder het Centraal Beheer APF. Daarnaast adviseert hij beleggingsadviescommissies en is hij Voorzitter van de Commissie Risicomanagement bij de Pensioenfederatie. Eerder was Van der Put Directeur van MPD, PNO Media, PNOzorg, Robeco België en IRIS. Hij studeerde Econometrie aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.



**Randy
Caenen**

Randy Caenen is Uitvoerend Bestuurslid (CFRO) en Sleutelfunctiehouder Risicobeheer bij Nedlloyd Pensioenfonds. Daarnaast heeft hij zitting in de auditcommissie van BPF Banden & Wielen. In het verleden was hij werkzaam bij APG Asset Management (in Amsterdam, Heerlen en Hong Kong) en PwC. Caenen is alumnus van de Universiteit Maastricht, VU Amsterdam en INSEAD.



**Reiniera
van der Feltz**

Reiniera van der Feltz is Uitvoerend Bestuurder bij SBZ Pensioen. Haar belangrijkste aandachtsgebieden zijn vermogensbeheer en deelnemerscommunicatie. Mede onder haar leiding introduceerde SBZ Pensioen de Beschikbarepremieregeling met Collectief Variabel Pensioen. Zij is tevens lid van de Raad van Toezicht bij BPF Schilders en Bestuurder bij Quiet Nederland. Van der Feltz studeerde Econometrie.



**Bob
Folmer**

Bob Folmer is Managing Director Business Development en Solutions NPC bij State Street Bank Amsterdam Institutional Services. Voor zijn aanstelling in 2020 was hij Director en Client Manager Investor Services bij Citi, waar hij gedurende 15 jaar verschillende functies bekleedde. Hij heeft ook 10 jaar ervaring als bestuurder van Pensioenfonds Citigroup. Hij begon zijn carrière bij ING Extra Clearing aan de optiebeurs.



**Frans
Hofkens**

Frans Hofkens is Head of Business Development en lid van het WTP-team van CACEIS Nederland. Ook is hij lid van het CSR-team van CACEIS NL en Voorzitter van de Raad van Toezicht van Social Label. Hofkens opereert sinds meer dan 25 jaar in de bredere financiële markt en werkte onder andere bij ABN AMRO, Northern Trust.



**Jan-Albert
Koopman**

Jan-Albert Koopman is sinds 2015 Business Development Manager voor Institutionele Beleggers bij BNP Paribas Securities Services. Daarvoor was hij Business Development Manager bij KAS BANK. Sinds 2020 maakt Koopman tevens deel uit van het projectteam Wet toekomst pensioenen, dat voorsortteert op implementatie en migratie van deze nieuwe wet voor cliënten. Hij heeft een achtergrond in Bedrijfseconomie.



**Hedwig
Peters**

Hedwig Peters is Bestuurder bij Pensioenfonds HaskoningDHV, Uitvoerend Bestuurder bij Pensioenfonds Citigroup Nederland en Voorzitter RvT van het Pensioenfonds voor de Architectenbureaus. Zij werkt sinds 2012 als Externe Bestuurder bij verschillende pensioenfonds. Sinds 2006 was zij de CIO van Allianz Nederland Asset Management. Peters komt uit het vermogensbeheer. Zij was 21 jaar Portfoliomanager Aandelen.



**Arnout
Trampe**

Arnout Trampe is acht jaar werkzaam bij JP Morgan, momenteel als Executive Director voor Platform Sales. Daarvoor was hij er Head of Client Service in Nederland en België. Verder heeft hij diverse senior operationele rollen bekleed bij partijen als PGGM Vermogensbeheer, Bank Insinger de Beaufort en Binck Bank. Hij heeft ruime ervaring op het gebied van klantenservice, beleggingen en operationeel management.



**Eric
Veldpau**

Eric Veldpau is Oprichter en Directeur van het onafhankelijke Institutioneel Benchmarking Instituut. Eerder werkte hij 11 jaar bij ABP/APG, 6 jaar bij Robeco en 11 jaar bij PwC. Hij is medesamensteller van de eerste drie edities van de 'Aanbevelingen Uitvoeringskosten' van de Pensioenfederatie. Veldpau is lid van de Expert Group on Costs and Past Performance van EIOPA en bijna 40 jaar werkzaam in vermogensbeheer.

‘Waar ik voor wil waken, is dat we met elkaar ‘asset only’ gaan denken. Daar kan een deelnemer echt helemaal niks mee, die wordt daar heel zenuwachtig van.’

technisch mogelijk is, wordt het toedelingsproces vergemakkelijkt en ook eerlijker, transparanter en beter beheersbaar.’

Folmer: ‘Door middel van unitisation kan je een koppeling tussen de toedelingsregels bereiken. De reflectie van de toedelingsregels kan je terug laten komen in je actuele performance ten aanzien van je beschermings- en overrendement, zodat dat altijd naar elkaar toe teruggerekend kan worden. Dan kan je vaststellen of je wel of niet aan je ambities hebt voldaan en dat is waar het uiteindelijk om gaat.’

Veldpaus: ‘Door unitisation wordt, anders dan bij decompositie, meer transparantie voor de deelnemers gecreëerd. Je wilt weten wat de rendementen, risico’s en kosten in de verschillende cohorten zijn geweest.’

Van der Feltz: ‘Unitisation dwingt je tot hygiëne in het opdelen van je portefeuille in modules. Je dwingt jezelf om na te denken over welke kasstromen waar door de tijd moeten vallen. Iemand die vooral in de ene module belegd is, zal zo nooit betalen voor iemand die vooral in een andere module belegd is.’

Moet de fiduciair zich, bij allocatie van cash binnen het nieuwe stelsel, baseren op de Investment Book of Records of op de Accounting Book of Records en waarom?

Trampe: ‘De IBoR is bedoeld om investment decisions zo snel mogelijk weer te geven en geeft de stand van vandaag aan. De ABoR geeft de stand van gisteren aan en heeft een ander doel. Wat mij betreft moet men zich bij de finale allocatie van cash altijd baseren op de ABoR.’

Folmer: ‘Dat de fiduciair zich met betrekking tot zijn grove cash-allocaties op de IBoR baseert, lijkt me duidelijk. Maar de afrekening met betrekking tot de individuele kasstroom moet altijd op ABoR plaatsvinden. De ABoR is beter om geld feitelijk af te rekenen tussen de verschillende momenten waarop transacties plaatsvinden.’

Koopman: ‘De fiduciair zal zich in zijn dagelijks beleid altijd baseren op de IBoR, maar hij zal afrekenen op de next day forward pricing of de five days forward pricing. Cashflows richting de verschillende individuele units zullen op ABoR worden afgerekend.’

‘Ik verwacht dat de uitvoeringskosten in de eerste periode behoorlijk omhooggaan vanwege alle kosten die voor de transitie moeten worden gemaakt.’

Hoe gaat de pensioenadministratie op de vermogensadministratie aansluiten? Wat zijn de wijzigingen ten opzichte van het huidige model?

Trampe: ‘Dat hangt af van de regeling die gekozen wordt. Er zijn meerdere uitspraken die erop neerkomen dat dit een oproep is om een soort middenadministratie te creëren die overkoepelend is over de pensioenadministratie, het vermogensbeheer, de custodian en de fiduciair. Het voordeel daarvan is dat je één partij hebt die verantwoordelijk is. Dat brengt natuurlijk wel risico’s met zich mee. En tegelijkertijd rijst de vraag: wie moet dit gaan doen? Welke nieuwe of bestaande partij voelt zich sterk genoeg om die hele verantwoordelijkheid op zich te nemen? Immers, de reden dat dit nu niet bij één partij ligt, is dat het eigenlijk niet bij iedereen past. De keuze wordt: stel je iemand aan om van begin tot het eind de verantwoordelijkheid te nemen, of ga je het toch verdelen? En als je het gaat verdelen, hoe houd je daar als pensioenfonds de controle over?’

Koopman: ‘Wij vinden die middenadministratie wel nodig en zien het als een aansluiting tussen deelnemersadministratie en beleggingsadministratie. Wij gaan zelf de koppeling met de deelnemersadministratie maken. In opdracht van de Pensioenfederatie vindt nu een breed onderzoek in Nederland plaats om na te gaan wat de verschillende partijen voor die koppeling moeten gaan uitwisselen. Dat is een goed initiatief om beter te kunnen begrijpen waarom en hoe er een aansluiting moet plaatsvinden.’

Veldpaus: ‘De aansluiting tussen het een en ander lijkt mij geen probleem. De vraag is wel: wie moet het controleren? Het hangt er ook vanaf of de deelnemersadministratie en de beleggingsadministratie bij één of meerdere uitvoeringsorganisaties gebeurt. Als de administratie bij twee uitvoeringsorganisaties plaatsvindt, is controle noodzakelijk.’

Peters: ‘Ik vind het vanuit bestuurlijk perspectief buitengewoon ongewenst als de >

eigen organisatie of setup dit niet aankan en alles maar uitbesteedt. Stel dat de uitbestede partij ook nog de beleggingen doet. Je komt in een ongewenste positie te zitten als er ergens iets niet goed gaat. Je kunt dan bijna niet meer weg en de kans is groot dat je het onderspit gaat delven. Je hebt dan zeer krachtdadige bestuurders nodig voor het tegenwicht.’

Van der Feltz: ‘Voor het flexibele contract hebben wij een opdracht gegeven aan de pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO) en de vermogensbeheerder. Die moeten ervoor zorgen dat de aansluiting functioneert. Het enige waar wij ons mee bemoeien is de communicatie naar de deelnemers, waar ik het eerder over had. Voor de rest moet alles op de achtergrond STP (straight through processing) gecontroleerd, gereconstrueerd worden. Het is onwenselijk daar weer iemand tussen te gaan zetten.’

Hofkens: ‘In eerste instantie gaat het volgens mij om de vraag hoe de governance eruit moet zien: wie doet wat en waarom? Dan is het heel natuurlijk dat je beleid en uitvoering scheidt van administratie, controle, rapportage. Er zijn ook modellen waarbij alles bij elkaar is gevoegd en dat zou wel eens efficiënt en technisch interessant kunnen zijn. Maar ik denk dat dit vanuit een bestuurlijk perspectief volstrekt onwenselijk is.’

Folmer: ‘In het model dat Reiniera voor ogen heeft, moeten verschillende werelden op elkaar aansluiten. Het interessante is hoe en op welke manier je dat toekomstbestendig maakt. Bij de koppeling gaat het erom of je verticaal of horizontaal gaat integreren. Als je horizontaal gaat integreren, ga je dezelfde partij gebruiken voor meerdere functies. Ga je verticaal integreren, dan ga je alloceren naar specialisten voor specifieke functies. Je moet je afvragen wat het meest efficiënte model is en hoe dat het bestuur helpt om de juiste propositie aan de deelnemers te kunnen bieden.’

‘Ik geloof ook dat de kosten omhooggaan, al was het alleen maar omdat we een persoonlijk product moeten gaan neerzetten. Maatwerk is altijd duurder dan standaardwerk.’

Hoe zorgt het pensioenfonds, met name bij de solidaire pensioenregeling (SPR), ervoor in control te zijn ten aanzien van de rendementsberekening en toedeling op cohortniveau?

Hofkens: ‘De grote stelselwijziging betreft de vertaalslag van collectieve naar persoonlijke pensioenvermogens. Daarbij is de uitlegbaarheid van die vertaalslag heel belangrijk. Een onderdeel waar in de governance over nagedacht moet worden is: wie doet de rendementsberekening en wie doet de vertaalslag van de collectieve rendementen naar de cohorten? De focus op het pensioenresultaat noopt tot goed nadenken over wie wat doet, waarbij een scheiding van taken tussen partijen van toerekening naar individuele pensioenkapitalen en berekeningen van rendementen op cohortniveau bijdraagt aan het aantoonbaar ‘in control’ zijn van het pensioenfonds.’

Veldpaus: ‘Ik vraag me af of de wettelijk verplicht te rapporteren kosten van vermogensbeheer wel kunnen worden berekend bij de SPR-variant. Hier komt bij dat het mogelijk moet zijn alle rendementen en vermogensbeheerkosten voor de verschillende beleggingsprofielen (cohorten) te berekenen. Uitgangspunt hierbij is dat de vermogensbeheerkosten van de verschillende beleggingsprofielen ook bij die deelnemers vallen die ook de rendementen van die betreffende beleggingen krijgen toegerekend.’

Hofkens: ‘Het kostenvraagstuk is ingewikkeld en wordt steeds gecompliceerder omdat je het moet attribueren aan de individuele deelnemer. Er bestaat nu wel een goed overzicht voor het vermogensbeheergedeelte.’

Folmer: ‘Unitisation en fysieke replicatie van de rendementen binnen de investment portfolio blijft de beste manier om kosten toe te rekenen aan de specifieke asset classes. Dat gaat voor een groot deel verloren in het solidaire contract omdat je daar met grotere maatstaven gaat rekenen.’

Caenen: ‘Bij unitisation denk ik aan cohorten. Cohorten met een lange duration zullen waarschijnlijk veel illiquide beleggingen kennen. Dan gaan we de kosten tussen de cohorten vergelijken. En dan gaan we in een bepaald tijdvak ook nog tegenvallende beleggingsrendementen zien. En dan barst de bom.’

Is maandelijkse waardering nog voldoende, of moet die naar dagelijks?

Van der Feltz: 'Onafhankelijk van het contract moet je, als gevolg van wettelijke afspraken, wekelijks kunnen muteren in de portefeuille. Een individuele waardeoverdracht moet binnen een week mogelijk zijn, dat soort zaken. Dus een wekelijkse waardering is minimaal nodig.'

Folmer: 'Ik denk dat het verschil tussen dagelijks en maandelijks groot is, maar dat het verschil tussen wekelijks en dagelijks te klein is om niet naar dagelijks te gaan. Als je wekelijks een waarderingsproces moet draaien, is het niet veel extra werk om het dagelijks te doen.'

Caenen: 'Ik ben tegen dagelijkse waardering omdat het pure schijnzekerheid is richting de deelnemers. Zeker als we illiquide portefeuilles in ogenschouw nemen. Als het illiquide deel 20% tot 30% van de portefeuille uitmaakt, gaan we met dagelijkse waardeningen nat. Wat de communicatie naar de deelnemers betreft, maken we het ons dan erg lastig in het winnen van vertrouwen. Nu wil ik niet zeggen dat je per definitie niet dagelijks moet waarderen voor administratieve en beleggingsdoelinden, maar wees realistisch over wat je wel en niet kunt richting de deelnemer.'

Koopman: 'Het verwerkingsproces tussen de pensioenuitvoeringsorganisatie en de asset servicing-partij is als het ware ingericht op dagelijkse waardering. Het is bijna onhandig om daarvan af te wijken. Je moet er wel goed over nadenken hoe je dat moet communiceren naar de deelnemers. Die hebben geen update van hun pensioen op dagbasis nodig. Die is gebaseerd op voorlopige koersen.'

Folmer: 'In een land als Australië is er wat betreft de waardering van illiquide assets beleid vanuit de fondsen zelf wanneer duidelijk is dat in de markt veranderingen gaan plaatsvinden. Neem de coronacrisis. Daarvoor hadden bijvoorbeeld infrastructuur en private equity een halfjaarlijkse cyclus van waardering. Toen deed de vraag zich voor hoe als gevolg van de coronacrisis naar de waarderingen gekeken moest worden. Dus dat aan de pensioenfondsen gevraagd wordt om met het oog op het nieuwe stelsel hierover te gaan nadenken, mag duidelijk zijn.'

'We moeten voorzichtig zijn in de communicatie, omdat hetgeen er in de individuele potjes zit wel is toe te rekenen aan de deelnemers, maar niet hun eigendom is.'

Gaan de kosten onder het nieuwe pensioencontract omhoog of omlaag?

Veldpaus: 'Ik verwacht dat de uitvoeringskosten in de eerste periode behoorlijk omhooggaan vanwege alle kosten die voor de transitie moeten worden gemaakt. De inschatting is dat die kosten uiteindelijk weer allemaal naar beneden gaan. Nederland blinkt niet altijd uit in dit soort grote transities, dus moeten wij daar vanuit de sector waakzaam op zijn. Er moeten goede dossiers worden samengesteld: wat hebben wij gedaan, waarom zijn de kosten van onderdelen hoger of lager? Wat het vermogensbeheer betreft, verwacht ik op totaalniveau geen grote kostenwijzigingen, omdat de portefeuille ongeveer hetzelfde blijft. De politiek denkt daar anders over, want die vindt dat de kosten van vermogensbeheer gewoon omlaag moeten.'

Folmer: 'Ik denk dat de toezichthouders scherper op de uitvoeringskosten gaan letten. Ik kom weer met het voorbeeld van Australië, waar de toezichthouder fondsen die slecht presteren op het gebied van performance of administratiekosten eigenlijk uit de markt probeert te duwen. Dat is best hard, maar ik verwacht dat de AFM en DNB in deze een andere pet gaan opzetten.'

Veldpaus: 'De toezichthouders moeten alleen kijken of een pensioenfonds zich aan de wet- en regelgeving houdt. Zij moeten zich niet uitlaten over de efficiency. Daar is het bestuur voor.'

Van der Feltz: 'De kosten gaan omhoog, ook omdat er een toezichthouder, de AFM, bij komt die allerlei eisen stelt aan communicatie en keuzebegeleiding. De kosten per deelnemer moeten naar beneden om door te groeien. Zo bezien wordt consolidatie onvermijdelijk. Dat zal in het nieuwe stelsel ook makkelijker zijn, omdat daar de dekkingsgraad niet meer speelt. Over een decennium moeten er nog maar zo'n twintig pensioen- >

fondsen over zijn. Alleen dan gaan de kosten naar beneden.’

Caenen: ‘Ik geloof ook dat de kosten omhooggaan, al was het alleen maar omdat we een persoonlijk product moeten gaan neerzetten. Maatwerk is altijd duurder dan standaardwerk. Het zou fantastisch zijn als het toezicht ook persoonlijker wordt en meer wordt toegespitst op het fonds wat betreft de karakteristieken en voorkeuren van de deelnemers. Zoals gezegd, dat zou fantastisch zijn, maar ik ben er ook bang voor dat het een utopie is.’

Trampe: ‘In het nieuwe stelsel wordt de collectieve pot vervangen door individuele potjes. Met het persoonlijk maken van de pot, creëer je bij de deelnemers ook een groter gevoel van eigendom. Daardoor ontstaat bij de deelnemers meer vraag naar informatie en het kost geld om die informatie aan elke deelnemer te verschaffen. Er komen ook veel meer keuzes: de een wil bijvoorbeeld groener beleggen dan de ander. Dat moet je aan de betreffende deelnemer terug kunnen rapporteren. Deelnemers willen weten waarin hun pensioen is belegd en wat ze ermee kunnen doen. Daardoor gaat het onderwerp pensioen veel meer voor hen leven. Uit onderzoek blijkt dat meer dan 90% van de deelnemers niet afwijkt van het standaard beleggingsprofiel. Het zou mooi zijn als het nieuwe pensioenstelsel daar een positieve verandering in kan aanbrengen.’

Peters: ‘We moeten voorzichtig zijn in de communicatie, omdat hetgeen er in de individuele potjes zit wel is toe te rekenen aan de deelnemers, maar niet hun eigendom is.’

Hofkens: ‘Er zijn toenemende eisen, onder andere wat betreft de informatieplicht. Als je kijkt naar hoe die informatie beschikbaar kan worden gemaakt voor de hele keten, zie ik gewoon een optelsom van activiteiten.

Dat betekent dat er weliswaar efficiëncyslagen gemaakt kunnen worden, maar dat de kosten onvermijdelijk omhooggaan.’

Peters: ‘Er wordt aangenomen dat de vermogensbeheerskosten gaan dalen, maar dat vraag ik mij af. Ik denk dat velen in Nederland zich niet realiseren dat vermogensbeheer een internationale aangelegenheid is en dat er grote partijen zijn die zeggen: Nederland is qua omvang best aardig, maar daarbuiten verdienen we makkelijk veel meer geld, dus de groeten.’

Caenen: ‘Ik begrijp wel dat er consolidatie nodig is om de kosten omlaag te duwen, maar consolidatie staats haaks op het persoonlijke. Hoe groter de club, hoe moeilijker het is om de individuele leden te bereiken. Verder zijn wij in Nederland slecht in het communiceren over teleurstellingen, bijvoorbeeld over het maken van te veel kosten. Dat moet veranderen. In het nieuwe stelsel moeten we de deelnemers met lef en tegelijkertijd met kwetsbaarheid benaderen.’

Folmer: ‘Het nieuwe stelsel zal ook gepaard gaan met nieuwe communicatie. Er kan engagement gecreëerd worden, op een heel andere manier dan we vandaag de dag doen. ESG is daar een goed voorbeeld van.’

Veldpaus: ‘Als je een actieve manager bent, kan je zorgen voor een hoger rendement, maar daar staat natuurlijk een performance fee tegenover. Over het algemeen wordt alleen naar de kosten gekeken zonder rekening te houden met wat je daarvoor krijgt. Dat is onzin en dus moet educatie plaatsvinden. Hoge kosten hoeven niet per se slechter te zijn dan lage kosten. Goedkoop kan duurkoop zijn.’

Wie moet erop worden aangesproken dat de stelselwijziging het werk van pensioenfondsen over het algemeen duurder maakt?

Veldpaus: ‘Dat zullen primair de pensioenfondsen zijn. Maar de politiek speelt hierbij ook een rol, want die heeft al uitspraken op dit gebied gedaan. Het is voor hen nuttig dat een nulmeting wordt gedaan over 2022 met als uitgangspunt de reguliere kosten. Ik denk dat je als pensioenfonds zichtbaar moet maken wat je beleid is en tot welke vermogensbeheerskosten en rendementen dat leidt. Dit zal op totaalniveau niet veel veranderen onder de Wtp. Een van de wettelijke kengetallen die je moet rapporte-

‘Wij moeten met de hele industrie streven naar meer pensioenbewustzijn. Mensen moeten zich ervan bewust zijn wat hun pensioen wel en niet raakt.’

ren zijn de kosten per deelnemer. Daar kan je ook uitstekend in kwijt wat eenmalige kosten zijn voor de transitie naar Wtp. Denk aan de controle van de data en het vervangen van systemen. Het Verantwoordingsorgaan moet in ieder geval vanaf 1 juli 2023 gekend worden in het goedkeuren van de uitvoeringskosten, die hoger worden vanwege beleidskeuzes. Maar ze moeten ook beslissen over grote eenmalige kosten als het inhuren van consultants en het bouwen van een nieuw systeem.

Peters: 'Ik wil eigenlijk een oproep doen aan besturen en bestuurders om bereidheid te tonen om op te stappen. Zij moeten zich kwetsbaar durven opstellen, net als in de commerciële financiële sector. Als je er in het bedrijfsleven een paar jaar niets van bakt, weet je dat je ontslagen wordt. Ik heb nog nooit meegemaakt dat een pensioenfondsbestuurder eruit is gegooid. Over het algemeen zitten pensioenfondsbestuurders die in de achteruitstand staan, het jaar uit. Misschien moeten bestuursfuncties wel beter gehonoreerd worden, want bestuurders nemen veel werk op hun nek. Daar hoort dan bij dat zij moeten opstappen als zij aantoonbaar fouten hebben gemaakt.'

Is dat een pleidooi voor een professioneel bestuur?

Peters: 'Jazeker. Pensioenfondsbesturen weten vaak niet volledig waar ze ja of nee tegen zeggen. Zij zijn niet alleen verantwoordelijk voor de uitvoering van de pensioenregeling. Ik pleit voor een grotere rol van experts op de achtergrond en betere controle.'

Caenen: 'Ik denk juist dat de niet-professionele bestuurder diversiteit toevoegt aan het bestuur. Als we over het zogenoemde persoonlijke praten, dan moet dat persoonlijke ook in het bestuur vertegenwoordigd zijn. Als bestuurders de connectie met de deelnemers verliezen, gaat het fout. De deelnemers moeten zich thuis voelen, het gevoel hebben dat ze begrepen worden.'

Trampe: 'De vraag die dit met zich meebrengt is: ga je het pensioenfondsbestuur dan niet te veel in een kortetermijnrol drukken? Krijg je dan niet dat er vooral gefocust wordt op de jaarlijkse kosten en het jaarlijkse rendement in plaats van op de lange termijn? Pensioenfonds zijn wel langetermijnbeleggers. Het zou zonde zijn als je dingen die op de lange termijn goed zijn, niet uitvoert omdat ze op de korte

'Er moet begonnen worden met het opstellen van een implementatieplan. Hoe langer je daarmee wacht, hoe lastiger de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel wordt.'

termijn slecht uitpakken.'

Peters: 'Je moet inderdaad wel de gelegenheid krijgen iets tot wasdom te laten komen. Maar ik heb een achtergrond als belegger en dan is het op een gegeven moment wel: cut your losses. Dat is welhaast onvermijdelijk als je in liquide assets zit.'

De transitie gaat materieel echt veel kosten, ook door de inhuur van externen. Hoe kijken jullie daarnaar?

Folmer: 'Zal er een transitiebenchmark komen?'

Veldpaus: 'Wat ons betreft wel. Wij rapporteren jaarlijks aan onze klanten – ook het surplus ten opzichte van de reguliere kosten. Pensioenfonds kunnen zich met hun collega's vergelijken, onder andere ten aanzien van de kosten per deelnemer.'

Gaan de administratie- plus communicatiekosten wellicht verdubbelen ten opzichte van de huidige situatie?

Folmer: 'Dat zou, denk ik, in eerste instantie zomaar het geval kunnen zijn als de transitiekosten worden meegenomen. We gaan veel meer kosten maken, die het systeem als geheel duurder maar op termijn ook efficiënter maken. Door consolidatie, transparantie en standaardisatie zal er in positieve zin ook aan de kosten worden gewerkt.'

Moet een deelnemer ook vertegenwoordigd worden in bijvoorbeeld de asset servicing-kant?

Caenen: 'Dat vind ik wel. Ik denk dat iedere deelnemer wel een beeld van zijn pensioen heeft, maar dat dat beeld in feite een zwarte doos is. Wij moeten die doos langzaam openvouwen en dat kunnen we alleen doen door de juiste taal te gebruiken. Als wij als pensioenfonds niet in de juiste taal communiceren, als we ons niet verplaatsen in de deelnemers, gaat dat openen van die zwarte doos waarschijnlijk niet lukken.' >

Van der Feltz: ‘Een vermogensbeheerder of een fiduciair of een asset servicer kan niet zeggen: ‘ik ben van de beleggingen, ik weet niets van pensioenen’. Je moet als vermogensbeheerder weten waarom je pensioengeld belegt. Als je dat niet begrijpt ben je, in ieder geval voor ons, niet de juiste vermogensbeheerder.’

Folmer: ‘Wij moeten met de hele industrie streven naar meer pensioenbewustzijn. Mensen moeten zich ervan bewust zijn wat hun pensioen wel en niet raakt.’

Koopman: ‘Omdat het pensioen individueel wordt, in ieder geval meer toewijsbaar, biedt dat een enorme kans om mensen te bereiken. Dat moet via de pensioenuitvoerders lopen met nieuwe systemen, apps, e-mails. Dat kan allemaal via de smartphone. Misschien kun je daarmee de oudere generatie niet helemaal bereiken, maar de jongere zeker wel.’

Willen jullie tot slot nog iets opmerken?

Koopman: ‘Er moet begonnen worden met het opstellen van een implementatieplan. Hoe langer je daarmee wacht, hoe lastiger de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel wordt. Je moet weten of je mogelijk tegen problemen gaat aanlopen. Dat is van groot belang.’

Van der Feltz: ‘Begin op tijd met nadenken over hoe de portefeuille moet worden omgeturnd in modules. Wat komt er in welke module? Hoe zit het met de kostenverdeling en met de illiquiditeit door de lifecycle heen? Waar laat je in het algemeen de kasstromen vallen? Hoe ga je het met

‘Ga niet eerst besluiten nemen en pas daarna de deelnemers informeren. Neem de deelnemers mee via aantrekkelijke communicatie en zorg ervoor dat je op dit gebied opvalt.’

‘Een stevige regelfunctie van pensioenfondsen ten aanzien van een goede rolverdeling en afstemming tussen ketenpartijen is van cruciaal belang.’

overlays doen? Je moet er wel op letten niet opnieuw het wiel te gaan uitvinden.’

Veldpaus: ‘De transitie vindt plaats om tegemoet te komen aan de deelnemers van pensioenfondsen. Die moeten we meer inzicht geven en uitleggen wat we doen. Daar moeten we als pensioenfondsen op focussen.’

Caenen: ‘We hebben het niet gehad over de keerzijde van transparantie. Op het moment dat je transparantie creëert, maak je velen blij en tegelijkertijd worden anderen teleurgesteld. De vraag is hoe je in het Nederlandse pensioenlandschap omgaat met de luidruchtige minderheid die niet tevreden is.’

Trampe: ‘Ga niet eerst besluiten nemen en pas daarna de deelnemers informeren. Neem de deelnemers mee via aantrekkelijke communicatie en zorg ervoor dat je op dit gebied opvalt. Dat is, denk ik, een nieuwe richting die pensioenfondsen moeten inslaan. Zorg ervoor dat mensen getriggerd worden, dat zij iets extra’s krijgen. Dat soort zaken moet ook aan de bestuurstafels van pensioenfondsen worden besproken.’

Folmer: ‘Als industrie moeten we met elkaar kunnen afspreken dat we met standaarden gaan werken en de markt goed laten functioneren. Er zijn overigens al oplossingen beschikbaar die enigszins gestandaardiseerd zijn. Laten we daar zoveel mogelijk gebruik van maken. Bij de pensioenadministrateurs is de grote verbouwing al in gang gezet. Aan de beleggingskant zijn alle noodzakelijke tools, kennis en ervaring beschikbaar. De techniek is er om bij alle ketenpartijen de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel mogelijk te maken.’

Hofkens: ‘Een stevige regelfunctie van pensioenfondsen ten aanzien van een goede rolverdeling en afstemming tussen ketenpartijen is van cruciaal belang. Ter voorkoming van een afbreukrisico doet men er goed aan voldoende ‘countervailing power’ in het ecosysteem in te bouwen.’ ■

IN HET KORT

Het onderverdelen van de collectieve pensioenpot in individuele potjes is een van de grootste uitdagingen van de introductie van het nieuwe pensioenstelsel. Dat geldt ook voor de koppeling tussen de pensioenadministratie en de beleggingsadministratie.

Door middel van unitisation kan een koppeling tussen de toedelingsregels worden bereikt. Unitisation dwingt fondsen tot hygiëne in het opdelen van hun portefeuille in modules.

Verwacht wordt dat de uitvoeringskosten in de eerste periode van het nieuwe pensioencontract behoorlijk omhooggaan, vanwege alle kosten die voor de transitie moeten worden gemaakt.

Bij de deelnemers zal de vraag naar informatie groeien en het kost geld om die te verschaffen.

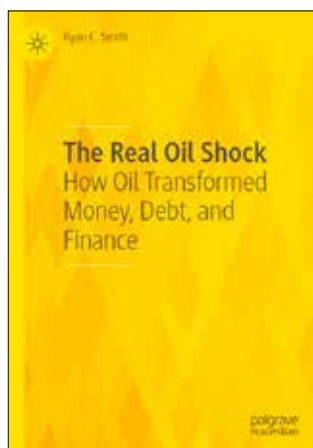


Money Has No Value

Een geschiedenis van geldtheorieën, met een kritische blik op heterodoxe en post-Keynesiaanse economieën. Verbindt de theorie van geld met geldmarkten, wereldwijde kapitaalstromen en derivaten.

Samuel Chambers
De Gruyter

tinyurl.com/FI2023-SChambers

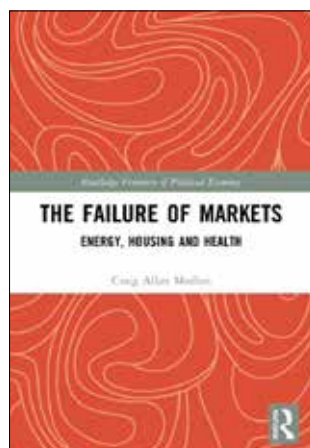


The Real Oil Shock

De overdracht van rijkdom naar de OPEC-landen privatiseerde geldschepping, creëerde een nieuwe wereldwijde schuldencyclus en legde de basis voor de moderne financiële wereld.

Ryan Smith
Palgrave Macmillan

tinyurl.com/FI2023-RSmith

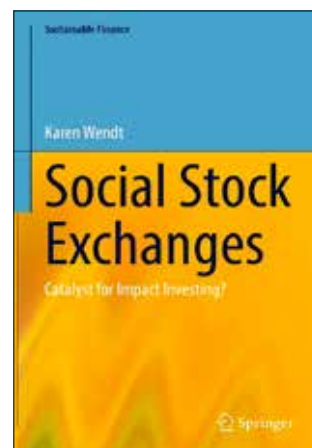


The Failure of Markets

Vraagstukken omtrent hernieuwbare energie, huisvesting, gezondheid en inkomensverschillen kunnen worden opgelost met directe 'in natura'-productie door overheid en door herverdelingsmaatregelen.

Craig Allan Medlen
Routledge

tinyurl.com/FI2023-CAMedlen



Social Stock Exchanges, Catalyst for Impact Investing?

Is succesvolle implementatie van SSE's nodig voor een meer democratische en populaire markt voor impactbeleggen? Een analyse van deze financieringsplatforms.

Karen Wendt
Springer

tinyurl.com/FI2023-KWendt



PAPERS

Backtesting Value-at-Risk and Expected Shortfall in the Presence of Estimation Error

Schattingsfouten kunnen een substantiële invloed hebben op de uitkomst van backtests en niet gebonden zijn aan bepaalde perioden, zoals de Kredietcrisis.

Sander Barendse et al.
Journal of Financial Econometrics 21-2 (2023), p528-568

tinyurl.com/FI2023-Barendse



Carbon Dioxide as a Risky Asset

Financieel-economisch model voor koolstofbeprijzing: een strikte beperking van de CO₂-uitstoot op de korte termijn beperkt het risico dat gepaard gaat met hoge schade op de lange termijn.

Adam Michael Bauer et al.
Columbia CEEP, working paper

tinyurl.com/FI2023-AMBauer



Submission to the report on the doubling of adaptation finance

Publicatie ter voorbereiding van een COP28-rapport over de voorgenomen verdubbeling van klimaatfinanciering voor aanpassing aan klimaatverandering, met name over de meetmethodiek, effectiviteit en groeikansen.

Timo Leiter
Centre for Climate Change Economics and Policy, policy publication

tinyurl.com/FI2023-TLeiter



Government bond market risk-return trade-off

Analyse van risico-rendement voor internationale staatsobligatiemarkten en de VS-aandelenmarkt: bij lineaire relatie geen trade-off, bij niet-lineair soms een negatieve.

Charlotte Christiansen et al.
Quantitative Finance and Economics 7-2 (2023), p249-260

tinyurl.com/FI2023-CChristiansen



Kiev en Kremlin klem in de ring

Ondanks vredesconferenties, enkele Oekraïense slagveld-successen en een afgeblazen Wagner-mars op Moskou, is een einde aan de Oekraïne-oorlog ver weg.

De oorlog draait waarschijnlijk uit op een bevroren conflict, met in het beste geval een overeenkomst zoals die tussen Noord- en Zuid-Korea uit 1953. Officieel zijn Seoul en Pyongyang nog altijd in oorlog en vrijwel alle politieke issues zijn nog steeds niet opgelost, maar de wapens zwijgen (grotendeels) al zeven decennia.

Het Westen draagt ook sterk bij aan dit meest waarschijnlijke scenario. Europa en de VS leveren voldoende wapens om Kiev overeind te houden, maar te weinig en te laat om Oekraïne een realistische kans te geven op de eindoverwinning.

Oekraïne en Rusland blijven door hun nabijheid bedreigingen voor elkaar. Er zit geen enkel schot in een compromis over territoriale claims, Poetin kan zich niet veroorloven water bij de wijn te doen en de Russische misdaden zijn vrijwel zeker te vers en te vergaand voor Zelensky om nu handreikingen te doen.

Historische data wijzen eveneens richting een voortslepend conflict. Oorlogen tussen landen in de periode 1946-2001 eindigden in 26% van de gevallen binnen een maand en in 25% van de gevallen binnen een jaar. Als de strijd echter langer duurde dan een jaar, strekte de oorlog zich uit over gemiddeld meer dan een decennium.

Overigens zal ook tijdens onderhandelingen letterlijk nog veel kruid worden verschoten. De gesprekken die leidden tot de Koreaanse wapenstilstand sleepten zich twee jaar en

575 rondes voort. In die twee jaar sneuvelde 40% van de soldaten die Amerika tijdens de vijf jaar durende oorlog verloor.

Natuurlijk, als Poetin van het toneel verdwijnt, zou dat een uitweg kunnen bieden. Maar de kans dat dit op korte termijn gebeurt is erg klein. En ook al ruimt hij het veld, dan is het maar zeer de vraag of Rusland een vredelievender koers zal varen. Autoritaire leiders verliezen zelden de macht tijdens een door hen geïnitieerde oorlog. Bovendien overleven de regimes van autoritaire leiders die lang aan de macht zijn meestal als de voorman afzwaait. Na de Koude Oorlog bleef in 76% van alle gevallen dat een lang heersende dictator het veld ruimde, een autoritair regime de scepter zwaaien. Dat percentage loopt op tot 92% (autoritair regime of totale ineenstorting van de staat) als een persoonlijkheidscultus is gecreëerd rondom een lang aan de knoppen zittende leider, zoals bij Poetin het geval is.

Nog een paar cijfers: tussen 1919 en 2003 verloor nog niet de helft van de leiders hun positie na een nederlaag in een oorlog. En na de Koude Oorlog verloren autoritaire leiders die al minstens twintig jaar in het zadel zaten zeven keer de macht door massaprotesten. Driemaal resulteerde dat in democratische verkiezingen binnen twee jaar (waarvan overigens eenmaal in Tunesië, dat nu alweer in handen is van een man met dictatoriale trekken). Geen enkele keer maakte een land de overgang naar democratie als zo'n langheerser in het harnas overleed of als hij aan de kant werd gezet via een coup of een burgeroorlog.

Ga er daarom maar vanuit dat Poetin voorlopig nergens heengaat, dat Oekraïne hooguit gematigd offensief succes bereikt en dat het conflict zich de komende kwartalen tot jaren voortsleept. ■



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

Fekko Ebbens

Van UBS Asset Management Naar Neuberger Berman



2001
CFA Charterholder

1996
Doctoraal Examen
Bedrijfseconomie,
Rijksuniversiteit
Groningen

1971
Geboren in Midwolda

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

Dankjewel! Het bevalt erg goed, zowel de functie als het bedrijf.

Je begon je professionele carrière bij F. van Lanschot Bankiers. Wat heb je daar gedaan? Wat waren (in het kort) je ervaringen?

Ik ben na een traineeship begonnen als private banker en daarna verder gegaan in particulier vermogensbeheer op Curaçao en later in Den Bosch. Dat was een mooie tijd waarin beleggen voor mij praktijk in plaats van theorie werd. Naast beleggingskennis leerde ik daar dat luisteren en het stellen van de juiste vragen een belangrijke maar vaak onderschatte skill is voor sales-rollen.

Daarna heb je gewerkt bij Lombard Odier Darier Hentsch en UBS Asset Management. Welke kennis heb je daar opgedaan?

Mijn overstap naar LODH was een switch van parti-

culier vermogensbeheer naar institutional sales. Bij LODH moesten we, als relatief kleine en onbekende vermogensbeheerder, een paar stapjes harder lopen, maar waren we desondanks succesvol omdat we de juiste focus hadden. UBS Asset Management had in 2006 een sterke merknaam en een heel breed productenpallet, maar we waren destijds relatief klein in de Benelux. Door de klant centraal te stellen, gefocust en geduldig te zijn, slaagden we erin de business significant te laten groeien. Daardoor werd ik in 2016 gevraagd om dit concept naar andere landen uit te rollen, waarbij ik uiteindelijk de laatste 5 jaar vanuit Zürich wereldwijd verantwoordelijk was voor institutionele klanten en sales. Het was erg leuk en leerzaam om een aantal jaren buiten Nederland te werken en andere culturen en pensioenstelsels beter te leren kennen. Ik heb er met veel plezier ruim 17 jaar gewerkt, maar wilde toch terug naar waar mijn hart ligt, namelijk met klanten over beleggen praten.

Hoe en wanneer ben je in contact gekomen met Neuberger Berman?

Via mijn netwerk kwam ik eind 2022 in contact met Neuberger Berman. Ik heb vervolgens veel aanstaande collega's gesproken en kwam er snel achter dat er qua cultuur een goede match is met hetgeen ik in geloof.

Op welk vlak kun je de expertise die je eerder hebt opgedaan, gebruiken als Head of Institutional Benelux bij Neuberger Berman?

Ik heb eerder een soortgelijke rol vervuld, dus ik denk een goed beeld te hebben van wat er van me verwacht wordt.

Vind je het een uitdaging om in deze nieuwe functie te beginnen?

Absoluut! Ik zal mijn netwerk in de Benelux moeten heractiveren en daarnaast binnen het bedrijf een track record moeten opbouwen. Verder blinkt Neuberger Berman uit in bepaalde asset classes, zoals actief Fixed Income en Private Equity, waar ik in het verleden minder tijd en aandacht aan heb besteed.

Wat verwacht je bij Neuberger Berman te bereiken?

We hebben een heel mooi institutioneel klantenbestand in de Benelux, maar ik denk dat er ruimte is voor verdere groei, met name op het gebied van beleggingsoplossingen waarbij duurzaamheid en impact belangrijk zijn.

Hoe staat het met je persoonlijke ambities?

Ik ben onveranderd ambitieus, maar heb me in mijn loopbaankeuzes nooit laten leiden door carrière-ambities. Mijn basis voor succes is altijd geweest dat ik positieve energie haalde uit mijn werk, een uitdaging zag en het gevoel had relevant te zijn, zowel voor klanten als intern. Ik heb in dat opzicht een heel goed gevoel over mijn nieuwe werkomgeving en mijn rol, dus ik heb er alle vertrouwen in mijn persoonlijke ambities de komende jaren te kunnen verwezenlijken. ■

Bart Gielis

is begonnen als Business Development Manager bij Amundi AM.

Pim Lievense

is benoemd tot Head of Sustainable Investing Thought Leadership & Policy bij Goldman Sachs AM.

Willemijn Brand

is begonnen als Teammanager Asset-management Residential bij Achmea Real Estate.

Bart van Merriënboer

is begonnen als Senior Portfoliomanager Infrastructuur bij a.s.r. real assets investment partners.

Anne Kock-de Kreuk

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds PGB.

Rutger Maenen

is gepromoveerd tot Head of Sales EMEA bij Northern Trust AM.

Laurens Versteeg

is aangesteld als Director Business Development bij abrdn.

Rob Schreur

is toegetreden tot de RvT van Pensioenfonds voor Woningcorporaties (SPW).

Paul de Koning

is benoemd tot Voorzitter van de Raad van Toezicht van Spf Campina.

Jordy van den Berg, Alex Kuijper en Johannes Haga

gaan aan de slag als Private Client Advisor bij InsingerGilissen in Groningen.

Andrew Flynn

is benoemd tot Director Climate & ESG Solutions EMEA bij Ortec Finance.

Constant Korthout

is benoemd tot Voorzitter van de audit- en riskcommissie van de RvC van APG Groep.

Carl Stal

is aangesteld als Senior Adviseur Private Banking bij Van Lanschot Kempen.

Roelf Pater

begint voor zichzelf met Patrio BV.

Michel van Ierssel

gaat aan de slag als Senior Product Manager bij Zwitserleven.

Ruben Welleweerd

is benoemd tot Medior Portfolio Manager International Real Estate & Infrastructure bij MN.

Rutger Brascamp

is aangesteld als Head of Mortgages bij Aegon AM.

Roel Grandia

is benoemd tot Director Balance Sheet Management bij Rabobank.

Pieter Jansen

is begonnen als Senior Investment Strategist bij Vontobel.

Ed Vermeulen

is begonnen als Director bij AF Advisors.

Willem van Dommelen

is benoemd tot Director Client CIO Pensions Portfolio Solutions – MASS bij BlackRock.

Wouter van Noorloos

is aangesteld als Director Client Portfolio Management bij BlackRock.

Barbara Bakker

is aangesteld als Chief Finance & Risk Officer bij APG AM.

**Erwin van Hal**

is aangesteld als Account Manager Wholesale Benelux bij Van Lanschot Kempen IM.

Arend de Jong

is benoemd als Extern Onafhankelijk Voorzitter van Pensioenfonds DSM Nederland.

Catheleyne van Erp

is begonnen als Clients Leader Investments Nederland bij WTW.

Jan Willem Siekman

is aangesteld als CEO van NLV.

Ben Spros

wordt Vermogensbeheerder bij De Vermogensbeheerders.

Thibault van Heeswijk

gaat aan de slag als Portfolio Manager Small Caps bij Van Lanschot Kempen.

Janneke Pruijsen

is begonnen als Manager ESG bij Altera Vastgoed.

Luuk Jagtenberg

gaat aan de slag als Investment Professional bij Lightrock.

Pauline Derkman

is benoemd tot Algemeen Directeur van Scildon.

Margret Smits

is aangetreden als Voorzitter van Pensioenfonds Robeco.

Stephen Ivan aan den Toorn

maakt een overstap naar ASN Impact Investors.

Bart Stolker

is begonnen als Co-Head Asset Manager bij NL asset management.

Jolanda van Rooij

wordt de nieuwe onafhankelijke Voorzitter en Niet-Uitvoerend Bestuurder van Pensioenfonds Essity.

Suzanne van de Bor

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Avery Dennison.

Hans Brand

is aangetreden als Voorzitter van het Pensioenfonds Nederlandse Bisdommen.

Gertjan Dicker

is aangetreden als Voorzitter van Bpf Tandartsen en Tandartsspecialisten.

Sako Zeverijn

is aangetreden als Voorzitter van de RvT van Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM.

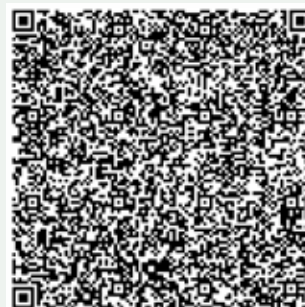
Willem van den Berg

is begonnen als COO Life in de management board van ASR.

Sheila Hicks

is benoemd tot Senior Portfolio Manager Dutch Funds bij CBRE IM.

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



Pensioenseminar 'Klimaat en biodiversiteit: van ambitie naar implementatie'

Datum: Maandag 30 oktober 2023, 12.30 - 17.15 uur

Locatie: Achmea Investment Management, Zeist

Hoe kunnen pensioenfondsbestuurders de onderwerpen decarbonisatie en biodiversiteit zoveel mogelijk in samenhang met elkaar benaderen? Hoe maak je klimaat- en biodiversiteitsdoelstellingen meetbaar in de beleggingsportefeuille?

Hoe kun je je portefeuille decarboniseren en tegelijk in lijn blijven met je eisen op het gebied van governance en risico-rendement? Hoe kunnen de economische en financiële gevolgen van biodiversiteitsverlies worden gemodelleerd en geïntegreerd in je risicobeheer?

Deze en andere actuele vragen staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus over '**Klimaat en biodiversiteit: van ambitie naar implementatie**' op **maandagmiddag 30 oktober 2023 van 12.30 tot 17.15 uur** in Zeist.

Het seminar wordt geleid door **Peter Borgdorff**, bestuurder en toezichthouder bij diverse organisaties en tevens Voorzitter van de RvC van Lifetri.

Diverse sprekers zullen hun visie delen, waaronder:

- **Manuel Adamini**, Director, Senior Responsible Investment Strategist, Columbia Threadneedle Investments
- **Eline ten Bosch**, PhD kandidaat, Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit
- **Karin van Dijk**, Fondsmanager ASN Biodiversiteitsfonds, ASN Impact Investors
- **Timothée Jaulin**, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations, Amundi Asset Management
- **Simona Kramer**, Portfoliomanager Socially Responsible Investing, Pensioenfonds Rail & OV
- **Louise Kranenburg**, Manager Responsible Investment, Pensioenfonds Detailhandel
- **Rogier Krens**, CIO, Directeur Investments, Achmea Investment Management
- **James Malone**, CFA, Senior Associate, ESG Specialist, PGIM Fixed Income
- **Brunno Maradei**, Global Head of Responsible Investment, Aegon Asset Management
- **Pieter Oyens**, Co-Head of Global Product Strategy, BNP Paribas Asset Management
- **Lucian Peppelenbos**, Climate & Biodiversity Strategist, Robeco
- **Caspar Vlaar**, Onafhankelijk pensioenfondsbestuurder, diverse pensioenfondsen
- **Frank Wagemans**, Senior Engagementspecialist, Achmea Investment Management

Registratie:

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

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl/seminar-30-10-2023



In samenwerking met:





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

