WWW.FINANCIALINVESTIGATOR.NL

JAARGANG 14 | NUMMER 7 | 2022 | €10,95

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

DE MARKT IS NIET LANGER HEILIG

Gary Gerstle,
University of Cambridge

RONDE TAFEL BELEGGEN ONDER HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL

7 experts aan het woord

ZELFSTANDIGHEID EN PRESTATIES SMAKEN NAAR MEER

Sander Zondag,
OBAM Investment Management

RONDE TAFEL
Where to find Yield in Private Debt Markets

MARKETING COMMUNICATION

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

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

For Professional Investors only. This material has been provided for information purposes only. All investing involves risk, including the risk of capital loss. Provided by Natixis Investment Managers International, Nederlands. (Registration number 000050438298). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands.

HOOFDREDACTEUR
Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR
Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE
Baart Koster

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

RAAD VAN ADVIES
Han Dieperink
Evalinde Eelens
Bob Homan
Iris van de Looij
Mary Pieterse-Bloem
Jeroen van der Put
Karin Roeloffs

REDACTIERAAD
Michiel Cleij
Hellen Goorse
Jacqueline van Leeuwen
Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE
Andrew Balls, Erik Jan van Bergen, Erin Bigley, Barend Bloemarts, Frits Bosch, Christophe Braun, Ronald Bruins, Felicia Canté, Matthijs Claessens, Han Dieperink, Ben O'Dwyer, Feike van Eeghen, Gary Gerstle, Paul de Geus, Bruno de Haas, Nick Haaijman, Thomas Haugaard, Neal Hegeman, Stuart Hitchcock, Natalie Howard, Guy Israel, Salim Jaffer, Frédéric Jariel, Thijs Jochems, Rik Klerkx, Carl Kool, Bernardo Korenberg, Gerard van de Kuilen, Jani Kurppa, Andy Langenkamp, Mohamed Lechkar, Erik Leseman, Cécile Mayer Lévi, Arjen Monster, Tarik Nbigui, Jitzes Noorman, Judith Norbart-ten Hoor, Alwin Oerlemans, Michiel Pekelharing, Gianpaolo Pellegrini, Juhamatti Pukka, Dennis van der Putten, Pim Rank, Martin Reeves, Marco van Rijn, Hikmet Sevdican, Maarten Stigter, Jan Willem van Stuijvenberg, Rajesh Sukdeo, Jan Tol, Marthe Tuinstra, Kees Verbaas, Ronald Verhagen, Josephine van der Vossen, Tiffany Wilding, Tiffany Wong, Amba Zeggen en Sander Zondag

FOTOGRAFIE
Ruben Eshuis Photography
Peter Putters
Kees Rijken Fotografie
Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP
jannie.design

OPMAAK
Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE
Scope Business Media in samenwerking met PreVision

MIX
Papier van verantwoorde herkomst
FSC® C017196

ADVERTENTIES
Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

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

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

DISCLAIMER De inhoud van Financial Investigator dient enkel ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, 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.

FOTO: RUBEN ESHUIS PHOTOGRAPHY

Pensioenfondsen rekenen zich rijk

De centrale banken hebben het laatste halfjaar dan toch de koe bij de horens gevat door de rente fors te verhogen om zodoende de inflatie te bestrijden. Daar waar eerder dit jaar nog gesproken werd van 'tijdelijke' inflatie, wordt inflatie nu beschouwd als een erg hardnekkig probleem.

De kordate houding van de centrale banken is ingeslagen als een bom. De obligatiemarkten hebben een historisch intrajaarverlies achter de rug, vergelijkbaar met de verliezen die geleden werden toen het Verenigd Koninkrijk de gouden standaard afschafte of toen het Marshallplan in werking trad.

In deze editie besteden we veel aandacht aan de vraag hoe fixed income-beleggers strategisch kunnen omgaan met de huidige situatie, waarbij ook nog eens een recessie op komst lijkt te zijn. Uitdagingen, beleggingskansen en aanknopingspunten ten aanzien van fixed income passeren de revue. Moeten institutionele beleggers hun heil bijvoorbeeld zoeken in private debt? Deelnemers aan een door Financial Investigator georganiseerde Ronde Tafel bogen zich over de vraag hoe beleggers de risico's en de illiquiditeit van private debt in de toekomst moeten zien. Gaan beleggers zich bijvoorbeeld richten op de minder risicovolle en meer gediversifieerde strategieën binnen de private debt markt?

Terwijl er miljarden in de beleggingsportefeuilles zijn verdampt, rekenen pensioenfondsen zich rijk. Door de snel gestegen rente zijn de dekkingsgraden flink hersteld. De vraag is hoe met deze 'rijkdom' moet worden omgegaan nu er een nieuw pensioenstelsel in aantocht is.

Beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel was de insteek van een tweede Ronde Tafel die Financial Investigator organiseerde. Uit de discussies bleek dat het garanderen van de koopkracht van pensioenen op basis van beleggingsrendementen nog niet zo makkelijk is. Om een koopkrachtig pensioen voor alle cohorten mogelijk te maken, zullen fondsen genoodzaakt zijn om voldoende risico te nemen. Dit zal naar verwachting een hoger collectief risicoprofiel met zich meebrengen.

Het OBAM-fonds is een van de bekendste en oudste beleggingsfondsen in Nederland en zelfs Europa. Nu de beheerder van het fonds, OBAM Investment Management, zelfstandig is doorgegaan, zijn de ambities groter dan ooit tevoren. Bijvoorbeeld op het gebied van institutionele mandaten. In het coverinterview gaat Chief Investment Officer Sander Zondag in op het beleggingsbeleid, duurzaamheid, de zin en onzin van passief beleggen en natuurlijk op de ambitie die hij met de vermogensbeheerder heeft.

De wereld bevindt zich op dit moment in een transitiefase. Na een periode van ongeveer veertig jaar waarin de markt als gevolg van het neoliberale denken heilig werd verklaard en grenzen als belemmerend werden ervaren, is er de afgelopen jaren een kentering te zien. Dat constateert de Amerikaanse historicus Gary Gerstle. De wereld is volgens hem op weg naar een tijdperk waarin grenzen weer van toenemend belang zijn. Dat uit zich bijvoorbeeld in toegenomen protectionisme, een woord dat jarenlang verbannen leek uit het politieke idioom.

Net als altijd bevat deze editie ook een mooie variëteit aan andere onderwerpen in de vorm van artikelen, interviews en columns.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
Hoofdredacteur

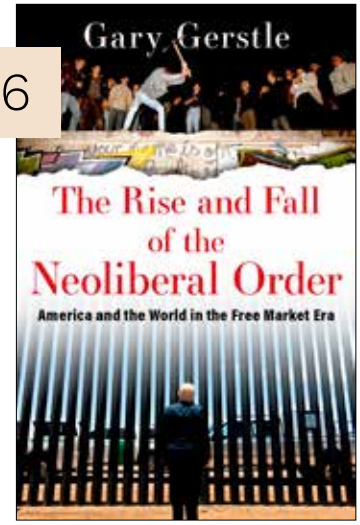
Asset Allocation Awards in samenwerking met Alpha Research

7 februari 2023 van 16.00-21.00 uur

Rosarium, Amsterdam

10

Zelfstandigheid en prestaties smaken naar meer



6

De markt is niet langer heilig

26

Ronde tafel 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel'

COVERVERHAAL

10 Zelfstandigheid en prestaties smaken naar meer, Interview met Sander Zondag, OBAM Investment Management

THEMA BELEGGEN ONDER HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL

26 Ronde Tafel Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel

THEMA FIXED INCOME

38 Nordic Credit enhancing Dutch pension fund portfolios, Evli Fund Management Company

40 EMD Hard Currency is een strategische beleggingscategorie, Interview met Thomas Haugaard, Janus Henderson (S)

46 Is uw hypothekenportefeuille nog optimaal ingericht?, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

48 De opkomst van duurzame energie biedt enorme beleggingskansen, Interview met Barend Bloemarts, Schroders Greencoat Capital (S)

50 The challenges of balancing 'alternative credit' and liquidity, Legal & General Investment Management

52 Understanding green bond performance in market setbacks, AllianceBernstein

54 Ronde Tafel Where to find Yield in Private Debt Markets

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 De markt is niet langer heilig, De visie van Gary Gerstle, University of Cambridge

14 Een leven lang leren, Interview met Josephine van der Vossen, Partners at Work

20 Het gebruik van ETFs door institutionele beleggers, State Street SPDR ETFs

22 ESG is niet voor de bühne, Interview met Dennis van der Putten, ACTIAM, en Maarten Stigter, Athora Netherlands (S)

24 Pensioensector, keer om en sla een ander pad in!, Interview met Frits Bosch, voormalig Directeur, DutchInvestor

66 Private markets offer sustainable shelter from market shakiness, Interview met Nick Haaijman, Fidelity International

S Gesponsord

68 **Real estate plays an important role in energy transition,** Interview met Frédéric Jariel, Tikehau Capital (S)

70 **Vastgoed en klimaatverandering: het is tijd voor actie,** Bouwinvest Real Estate Investors

74 **Bescherming tegen inflatie met core infrastructuur,** J.P. Morgan Asset Management

76 **Equity Investing in an inflationary environment,** Interview met Christophe Braun, Capital Group (Luxembourg) (S)

80 **Panelverslag 'De grootste kansen in vermogensbeheer voor verzekeraars'**

COLUMNS

9 **Thijs Jochems:** Het Rapport Remkes: symptoom van een verstikt politiek bestel

17 **Bruno de Haas:** De dubbele bodem van LDI-fondsen

35 **CFA Society VBA Netherlands:** Geen nieuws is goed nieuws

43 **Tiffany Wilding en Andrew Balls:** Outlook: prevailing under pressure

64 **Feike van Eeghen:** Alternative yield strategies in private credit portfolios

65 **Han Dieperink:** Opkomende markten splitsen zich

72 **IVBN:** Verduurzamingsopgave vereist een nieuwe manier van samenwerken

79 **Pim Rank:** Banken tussen Scylla en Charybdis

86 **Andy Langenkamp:** Het grauwe geopolitieke plaatje zet aan tot groeiend pessimisme

RUBRIEKEN

4 Kort nieuws

84 Boeken

87 On the move special: **Kees Verbaas**

88 On the move kort

EVENTS KALENDER

Seminars komende periode:

7 februari 2023: Asset Allocation Awards

14 Een leven lang leren

80 Panelverslag 'De grootste kansen in vermogensbeheer voor verzekeraars'

54 Ronde Tafel 'Where to find Yield in Private Debt Markets'

TIKEHAU CAPITAL

COP27 reminds us of the need to act on the climate emergency

The theme of this year's COP (COP27) is 'Together for Implementation'. As the name implies, it aims to unite leaders and policymakers on the best course of action in the road to net-zero.

COP26 focussed on verbal reinforcement of Paris Agreement pledges, whereas this year's agenda is based on taking action, with a spotlight on climate finance.

COP26 forced leaders to recognise the need to halve CO_2 emissions by 2030. It also helped identify the main contributors of CO_2 emissions as methane leakage and emissions from agriculture and deforestation. Pinpointing the exact source of the problem has undoubtedly helped to drive progress in coming up with the appropriate solutions. According to Tikehau Capital, the path to net-zero is now clearer than ever, thanks to the work of the International Energy Agency (IEA), and despite a lack of clarity around the difference between long term net-zero targets and short-term emission reduction commitments.

Tikehau Capital bases its response to the climate emergency on scientific reports and recognised frameworks including the IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change), IEA, the EU Taxonomy (Green taxonomy), One Planet Private Equity Funds initiative (OPPEF) and The Net Zero Asset Manager initiative. In the lead up to COP27, the firm takes the

opportunity to reaffirm its purpose which is to transform global savings into investments that aim to accelerate the shift towards a more balanced, sustainable economic system that respects planetary boundaries.

DE PRIORITEITEN VAN

Tarik Nbigui

Tarik Nbigui is onlangs begonnen als Senior ALM Strateeg bij het Philips Pensioenfonds. Daarvóór werkte hij elf jaar als strateeg bij Blue Sky Group en eerder bij SPF Beheer.

1 Het nieuwe pensioenakkoord

De eerste principebesluiten over de bufferverdeling bij invaren zijn genomen. Met de contractuitwerking zijn we al flink gevorderd.

2 ESG, met name klimaatverandering

Het recente IPCC-klimaatrapport is alarmerend. Om verdere schade te beperken en de wereld voor toekomstige generaties leefbaar te houden is een snelle, stevige energietransitie onontkoombaar. Pensioenfondsen kunnen hun klimaatrisico's verlagen en de energietransitie vooruithelpen.

3 Beleggen in onzekere tijden: hoge inflatie, lage groei

De huidige economische omgeving is uitdagend. Rente- en inflatieverwachtingen zijn hoog, aandelenmarkten staan onder druk. Philips Pensioenfonds is defensiever gaan beleggen richting een mogelijk invaarmoment. Welke risico's volgen nog in de transitieperiode? Willen we nu en straks het toegenomen inflatierisico adresseren? Hoe kan dat? Met die vragen ga ik me intensief bezighouden.

Spf Atos benoemt Russell Investments

Russell Investments zal met Stichting Pensioenfonds Atos (SPA) samenwerken om de beleggingsstrategie van SPA verder te verfijnen. Hierbij zal gebruikgemaakt worden van de open-architectuur aanpak van Russell Investments. Deze aanpak biedt toegang tot de best passende vermogensbeheerders en stelt SPA in staat om haar governance model verder te verbeteren.

SPA, een gesloten pensioenregeling specifiek toegewijd aan in Nederland gevestigde (ex)werknemers van Atos, is verantwoordelijk voor een vermogen van € 2,3 miljard.

FOTO: ARCHIEF BLUE SKY GROUP, SHUTTERSTOCK

BPF Schilders kiest Van Lanschot Kempen voor Fiduciair Management

BPF Schilders stelt Kempen Capital Management, de vermogensbeheerder van Van Lanschot Kempen, aan als nieuwe fiduciair manager.

Het afgelopen jaar heeft het pensioenfonds, onder begeleiding van Montae & Partners, een uitgebreid en zorgvuldig selectietraject naar een fiduciair manager uitgevoerd. De dienstverlening bestaat uit een volledig fiduciair management mandaat.

BPF Schilders verzorgt het pensioen van alle werknemers en ondernemers in de sector Schilders-, Afwerkings- en Glaszetbedrijf. In totaal beheert het pensioenfonds het pensioen van ruim 100.000 deelnemers en heeft een belegd vermogen van ruim € 8 miljard.

DNB

Niet-financiële bedrijven koploper in green bonds

Nederlandse bedrijven halen steeds meer kapitaal op via green bonds, blijkt uit cijfers van DNB. Vooral niet-financiële bedrijven geven relatief veel groene obligaties uit: per eind september 2022 was circa 14% gelabeld als groen, vergeleken met 11% een jaar eerder.

De totale omvang van de Nederlandse green bonds-markt bedroeg eind september € 91,5 miljard, een groei van 3% ten opzichte van een jaar eerder. Tegelijkertijd kromp de totale obligatiemarkt met bijna 10% vanwege de oplopende rente.

Een kwart van het totaalbedrag aan uitgegeven green bonds is afkomstig van bedrijven binnen de reële economie, ofwel bedrijven waarvan de economische activiteiten niet onder de financiële sector of de overheid vallen.

Vooral nutsbedrijven geven veel groen schuldpapier uit. Zo heeft netbeheerder TenneT, dat volledig in handen is van de Nederlandse staat, alleen al voor ruim € 12,5 miljard in de markt uitstaan. Daarnaast dragen techgiganten NXP Semiconductors (€ 2,0 miljard) en Koninklijke Philips (€ 1,7 miljard) veel bij aan het totaal.

ADVERTENTIE

Mercer

welcome to brighter

Fiduciary Management with a Purpose

Bij Mercer geloven we dat het uitbesteden van taken op het gebied van investment management moet leiden tot meer overzicht, betere controle en een gevoel van rust. Dat kan als deze uitbesteding in handen is bij een partij die uw waarden deelt. Wij hebben de ambitie om een maatschappelijk betrokken en duurzame lange termijn partner te zijn, niet alleen van onze klanten maar voor de samenleving als geheel.

Het met zorg beheren en met impact laten groeien van duurzame vermogens.

Asset Liability Management – Impact Investments – Private Markets

A business of Marsh McLennan

De markt is niet langer heilig

De wereld bevindt zich in een transitiefase. Na een periode van ongeveer veertig jaar waarin de markt als gevolg van het neoliberale denken heilig werd verklaard, is er de afgelopen jaren een kentering te zien. Die kentering is de oorzaak van de huidige politieke chaos in vooral de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

Door *Joost van Mierlo*

Dat is de stelling van de Amerikaanse historicus Gary Gerstle. In een eerder dit jaar verschenen boek, 'The Rise and Fall of the Neoliberal Order' beschrijft hij de opkomst en de teloorgang van een periode waarin de rol van de overheid werd teruggedrongen en waarin progressieve en conservatieve krachten het er wereldwijd over eens leken te zijn dat markten niet te veel moesten worden belemmerd.

Dat is nu allemaal voorbij, aldus Gerstle. De wereld is op weg naar een tijdperk waarin grenzen weer van toenemend belang zijn. Dat uit zich bijvoorbeeld in toegenomen protectionisme, een woord dat jarenlang verbannen leek uit het politieke idioom.

Gerstle doceert Amerikaanse Geschiedenis aan de University of Cambridge en als historicus is hij huiverig om de toekomst te voorspellen. Wat hij wel durft te stellen is dat het een wereld zal zijn waarin het vrije verkeer van mensen, goederen, informatie en kapitaal, de vier wezenstrekken van de neoliberale orde, niet langer vanzelfsprekend is. Tijdens een recente bijeenkomst van de London School of Economics, in zijn eerste fysieke toespraak aan deze Londense universiteit sinds het uitbreken van de COVID-19-pandemie, lichtte Gerstle zijn inzichten toe:

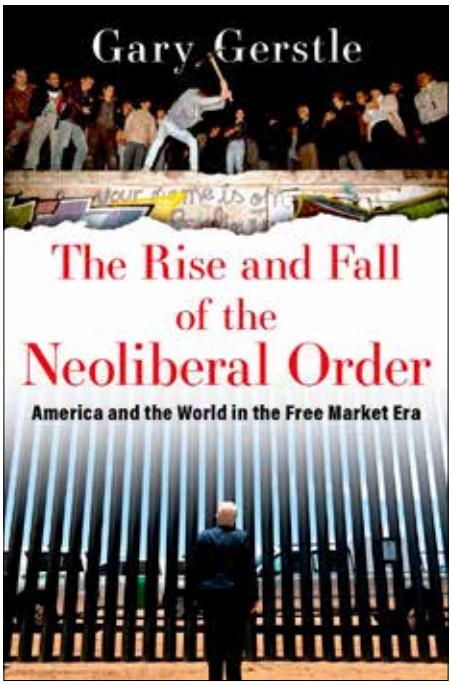
'De Amerikaanse geschiedenis van de afgelopen honderd jaar wordt gekenmerkt door twee grote politieke stromingen, of ordes, zoals ik ze noem. De eerste was de 'New Deal'-orde, die opkwam tijdens de crisis van de jaren dertig en die werd gekenmerkt door een actieve rol van de overheid om de weeffouten van het kapitalisme te corrigeren. Deze orde zorgde na de Tweede Wereldoorlog voor een periode van ongekende economische groei. Hoewel die groei het resultaat was van het beleid van de Amerikaanse president Franklin Roosevelt, viel het hoogtepunt van deze orde in de jaren vijftig, toen de Republikein Dwight D. Eisenhower president was.

De economische crisis van de jaren zeventig, die gekenmerkt werd door een hoge inflatie en een stagnerende economie, luidde het einde van deze politieke orde in. De Amerikaanse president Ronald Reagan geldt als de grondlegger van de nieuwe neoliberale ideologie, waarbij de rol van de overheid moest worden teruggedrongen.

De kracht van deze ideologie blijkt uit het feit dat deze ook werd omarmd door ogenschijnlijke politieke tegenstanders, zoals de presidenten Bill Clinton en Barack Obama. De manier waarop Clinton in de jaren negentig de Amerikaanse welzijnssector hervormde, moet worden gezien als het hoogtepunt van de neoliberale orde. Ook de hervormingen rond het toezicht en het dereguleren van de bancaire sector kunnen op het conto van Clinton worden geschreven.

> 'De wereld is op weg naar een tijdperk waarin grenzen weer van toenemend belang zijn.'

Deze hervormingen lagen weer ten grondslag aan de Kredietcrisis in de periode rond 2008. Die crisis



CV

Gary Gerstle

Gary Gerstle (1954) doceert sinds 2014 Amerikaanse Geschiedenis aan de University of Cambridge. Eerder was hij onder andere verbonden aan de University of Maryland en Princeton University. Hij studeerde Geschiedenis aan Brown University en behaalde in 1982 een doctoraat Geschiedenis aan Harvard. Gerstle geldt als een expert op het gebied van Amerikaanse immigratie en de rol van racisme in de Amerikaanse politiek. Hij schreef gelauwerde boeken. Eerder dit jaar verscheen 'The Rise and Fall of the Neoliberal Order', dat is genomineerd voor de shortlist van het FT Businessbook voor 2022.

luidde het begin van het einde van de neoliberale orde in, met politieke bewegingen als de Amerikaanse Tea Party aan de ene kant en organisaties als Occupy Wall Street en Black Lives Matter aan de andere kant van het politieke spectrum en culmineerde in de verkiezing van president Donald Trump in 2016.

De wereldwijde omarming van de neoliberale orde is niet los te zien van het instorten van de Sovjet-Unie eind jaren tachtig, begin jaren negentig. In de tientallen jaren daarvoor heerste er een diep geloof in een groot deel van de wereld dat, als een land zich eenmaal had overgegeven aan de doctrine van het communisme, het niet weer zou kunnen 'terugvallen' tot het kapitalisme.

Dit bleek niet waar te zijn toen het Sovjetrijk omviel. Het betekende niet alleen dat tal van voorheen communistische landen in Oost-Europa ineens het marktprincipe toejuichten, maar het maakte ook mogelijk dat een land als China de vrijheden van het neoliberalisme in de armen sloot.

Het zorgde voor een ongekende periode van globalisering. Daarin werden steeds minder beperkingen opgelegd aan de handel in goederen en diensten en werden kapitaalstromen minder aan banden gelegd. Bovendien zorgde de internetrevolutie voor een snelle groei van de informatiestromen.

Hoewel het marktdenken in deze jaren dominant was, leek er sprake van tegenstrijdige ideologieën die in elk geval in de Verenigde Staten in zwang waren. Een ervan is de 'neo-victoriaanse traditie', die zich richtte op strenge normen en waarden en een gedisciplineerde houding ten aanzien van gezinnen, werk, voedsel en drugs. Die normen werden noodzakelijk geacht om mensen te beschermen tegen de excessen van de markt.

Daartegenover staat de 'kosmopolitische traditie', waarbinnen gelijkheid een wezenlijke doelstelling was. Het was een beweging die de diversificatie als het gevolg van globalisering en het vrije verkeer van mensen mogelijk maakte.

De twee tradities leidden tot een polarisatie die uiteindelijk het einde van de neoliberale orde zou inluiden. Maar bij het uitbreken van deze 'Culture Wars', zoals ze nu worden genoemd, was er desondanks sprake van een gezamenlijk geloof in de verworvenheden van het marktdenken.

Belangrijker nog dan deze discussie was het feit dat de machtige groep van traditionele Amerikaanse gezinnen in de voorsteden, de groep die het meest had geprofiteerd van de New Deal-ideologie van de jaren vijftig en zestig, steeds meer gedesillusioneerd raakte. Er was aanvankelijk geen politieke respons op hun onvrede. Die is er inmiddels wel, al is er nog altijd geen duidelijke oplossing.

Sinds het verschijnen van mijn boek eerder dit jaar zijn er tal van reacties gekomen. Zo blijkt er een vrij algemene steun voor mijn theorie dat het neoliberalisme in verval is, maar is er minder steun voor mijn stelling dat het einde van deze politieke orde in feite al is bereikt.

Ik verwijs naar de talloze manieren waarop tegenwoordig protectionistische maatregelen worden ingevoerd. Dat geldt bijvoorbeeld na de inval van Rusland in Oekraïne. De sancties die werden uitgevoerd tegen Rusland zijn de meest vergaande sinds de Koude >

> 'Er is ook een scenario mogelijk waarbij gestreefd wordt naar een soort van nieuwe 'New Deal'.

FOTO: OXFORD UNIVERSITY PRESS

‘Het is opmerkelijk dat de regering van Liz Truss omviel als gevolg van ontwikkelingen op financiële markten, terwijl diezelfde regering juist leek te willen terugkeren naar de neoliberale ideologie.’

Oorlog en gaan aanzienlijk verder dan na de annexatie van de Krim door Rusland in 2014.

Maar het geldt ook voor het feit dat president Joe Biden geen enkele poging deed om de protectionistische maatregelen die zijn voorganger Trump had ingevoerd ten opzichte van China in te trekken. Integendeel, er zijn juist nieuwe protectionistische maatregelen aangekondigd. Let wel, protectionisme is een vies woord voor vertegenwoordigers van het neoliberale denken.

En ook rond de COVID-19-epidemie zie je dat landsgrenzen veel belangrijker zijn geworden. Landen streden met elkaar om de toegang tot beschermende kleding en de ontwikkeling en verspreiding van beschikbare vaccins. Datzelfde geldt nu rond de discussie over energie en voedsel, nu deze onder druk staan als gevolg van de oorlog in Oekraïne.

Als historicus is het natuurlijk altijd gevaarlijk om huidige ontwikkelingen te duiden. Het wordt nog gevaarlijker om toekomstige ontwikkelingen te voorspellen. Hoewel ik geen concreet antwoord heb op de vraag welke nieuwe politieke orde er komt in navolging van de neoliberale orde, zie ik drie mogelijke scenario’s.

Twee daarvan tekenen zich al duidelijker af. Aan de ene kant zie je een trend richting autocratische regimes en leiders, zoals Xi Jinping in China, Vladimir Poetin in Rusland, Viktor Urban in Hongarije, Jair Bolsonaro in Brazilië en Recep Tayyip Erdoğan in Turkije. En ik zou daar Donald Trump aan willen toevoegen. Mocht Poetin de oorlog in Oekraïne winnen, hoe je dat winnen dan ook zou moeten definiëren, dan zou dat een enorme stimulans zijn voor dit scenario.

Een tweede scenario is de politieke chaos die je nu ziet in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. De polarisatie is enorm. De implosie van de Conservatieve Partij in het Verenigd Koninkrijk is historisch ongekend. Het is daarbij opmerkelijk dat de regering van Liz Truss omviel als gevolg van ontwikkelingen op financiële markten, terwijl diezelfde regering juist leek te willen terugkeren naar de neoliberale ideologie. Maar ik zie dat als een bewijs dat die ideologie niet langer bestaat.

En ten slotte is er een scenario mogelijk waarbij gestreefd wordt naar een soort van nieuwe ‘New Deal’. Het is tekenend dat er binnen de Amerikaanse Democratische Partij nu een discussie plaatsvindt tussen de centristische en de meer extreme vleugels over hoe dit eruit zou moeten zien. Dat moet als een van de verdiensten van Biden worden gezien, want tijdens het presidentschap van Obama was er van een dergelijke dialoog geen sprake.

Je ziet die transitie ook in de meest recente voorstellen rond de groene agenda van de regering Biden en in de voorstellen van de EU. Het kapitalisme wordt niet op de schroothoop gegooid. Het gaat om het beteugelen van extreme effecten ervan.

Het is heel moeilijk om aan te geven wat deze ontwikkelingen betekenen voor de discussie over het klimaat. Aan de ene kant lijkt het evident dat er steeds meer gevraagd zal worden van individuele landen. Dat geldt niet alleen voor de maatregelen die moeten worden genomen om het opwarmen van de aarde te beperken, maar ook voor de opvang van de tientallen miljoenen vluchtelingen die er zijn en zullen komen als gevolg van de klimaatverandering.

Op dit moment zijn er naar schatting 60 miljoen tot 80 miljoen vluchtelingen die door de omstandigheden gedwongen worden hun land te verlaten. De verwachting is dat dit aantal tot 2040 zal verdubbelen. En dat in een periode waarin grenzen steeds hoger worden opgetrokken. De vraag wie waar zal worden toegelaten, zal alleen maar relevanter worden.

‘Ik vrees dat het wachten wordt op initiatieven van landen als China, de Verenigde Staten en India.’

Het is duidelijk dat de antiglobaliseringstrend niet helpt. Ik zie geen internationale instituten die een rol van betekenis kunnen spelen in deze discussie. Ik vrees dat het wachten wordt op initiatieven van landen als China, de Verenigde Staten en India.’ ■

Het Rapport Remkes: symptoom van een verstikt politiek bestel

De opdracht van de minister van Landbouw aan het Adviescollege Stikstofproblematiek was om te adviseren over 'hoe om te gaan met de stikstofproblematiek'. Bij lezing van het Rapport Remkes werd mij duidelijk dat de stikstof-problematiek eerder een symptoom dan een probleem op zichzelf is. Een andere afdronk van het Rapport Remkes.

Het Rapport Remkes beschrijft de geschiedenis van de stikstofproblematiek over enkele decennia. Na de invoering van de Europese richtlijnen 'Vogelrichtlijn' (1979) en 'Habitatrichtlijn' (1992) waren er al regelmatig geluiden dat er ingegrepen moest worden op het gebied van stikstofemissies en -deposities. In de jaren negentig werd Nederland met zijn natuurdoelstellingen binnen Europa het meest ambitieuze jongetje van de klas. Voor het goede begrip: Nederland heeft zichzelf die doelstellingen voor milieu en natuur opgelegd en vervolgens het hoe en wanneer die te realiseren met Europa gecommuniceerd.

Het Rapport Remkes is genuanceerd in zijn oordeel. Het komt erop neer dat in Nederland 'het roepen van doelstellingen' de kroon spande, zonder voldoende onderbouwing over hoe ze zouden moeten worden behaald én tegen welke 'kostprijs'. Het waren op papier sluitende, maar in de praktijk onhaalbare programma's. Oftewel: symptomen van opportunistisch kortetermijnbeleid. Een voorbeeld hiervan is de bezuiniging van 60% die het eerste kabinet Rutte op natuurbeheer en natuurbeleid invoerde. Hiermee werd meteen elke mogelijkheid die er was om de doelstellingen van de Natura 2000-gebieden te halen onhaalbaar. Er moest immers na de grote steunuitgaven om de Great Financial Crisis (2008) te bestrijden worden bezuinigd. Het is weliswaar begrijpelijk, maar onverstandig om bezuinigen te plegen die erin resulteren dat later een veelvoud aan kosten gemaakt moet worden om de consequenties van die bezuinigingen teniet te doen. Dit gebeurt indien er niet wordt gekozen voor langetermijnbeleid, waardoor er alle ruimte komt voor opportunisme.

Het Rapport Remkes staat voor een integrale aanpak. Een evenwichtige afweging van de ontwikkeling van de natuur en economie met logischerwijs oog voor wetenschappelijke inzichten, juridische overwegingen en bestuurlijk perspectief. Minder logisch lijkt dat in het Rapport Remkes niet gesproken wordt over de Kaderrichtlijn Water (KRW). In 2000 heeft Nederland zelf – net als voor eerdere natuurgerelateerde Europese afspraken – de kwaliteit van zijn grond- en oppervlaktewater per 2027 gedefinieerd. Zo'n 22 jaar later blijkt dat Nederland deze kwaliteit absoluut niet gaat halen. Hier zien we de relatie met het stikstofprobleem en de landbouwsector. Mede doordat de waterschappen het neerslagoverschot in de winter wegpompen, zodat de boeren zo vroeg mogelijk met hun landbouwmachines het land op kunnen, daalt het grondwaterpeil te ver indien we daarna een droge zomer hebben. Ten gevolge van dat te lage grondwaterpeil verzilt onze grond. Daarnaast is zowel ons grond- als oppervlaktewater door onder meer bemesting, van onvoldoende kwaliteit om aan de KRW te voldoen. De opdrachtformulering van de minister van Landbouw voor het Rapport Remkes lijkt veel te beperkt: adviseer hoe om te gaan met de stikstofproblematiek. De relatie tussen landbouw, stikstof en de KRW is groot, maar helaas niet meegenomen in de opdrachtformulering.

Wat vertelt het voorgaande ons? Ja, de stikstofproblematiek is een groot probleem en moet opgelost worden. Hetzelfde geldt voor de uitvoering van de KRW. De EU kan Nederland vanaf 2027 beboeten voor het in gebreke blijven bij het geven van invulling daaraan.

Het meest opvallende is de rode draad in de politieke benadering van dit en soortgelijke problemen: kortetermijnoplossingen, opportunisme en afwezigheid van langetermijnbeleid resulteren keer op keer in de noodzaak van noodverbanden. De afwezigheid van strategisch beleid en politieke moed is de strop voor ons politieke bestel. ■

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

Zelfstandigheid en prestaties smaken naar meer

Het OBAM-fonds is een van de bekendste en oudste beleggingsfondsen in Nederland en zelfs Europa. Nu de beheerder van het fonds, OBAM Investment Management (OBAM IM), zelfstandig is doorgegaan, zijn de ambities groter dan ooit. Bijvoorbeeld op het gebied van institutionele mandaten. Financial Investigator sprak met Chief Investment Officer Sander Zondag over het beleggingsbeleid, duurzaamheid, de zin en onzin van passief beleggen en natuurlijk over zijn ambities.

Door *Harry Geels* Fotografie *Kees Rijken*

OBAM IM is weer 'terug in de markt' als Nederlandse fondsbeheerder. Kan je iets vertellen over de huidige structuur en de historie?
'Het OBAM-fonds is een van de oudste Nederlandse beleggingsfondsen, opgericht in 1936 en sinds 1954 genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs, die nu deel uitmaakt van Euronext. Na jaren onder de vleugels van een grote bankinstelling te hebben geopereerd, is het beheer van het fonds per 1 juli 2020 verzelfstandigd. Het beleggingsteam en de beleggingsstrategie zijn onveranderd gebleven, maar de ambities van de nieuwe fondsbeheerder, OBAM IM, zijn groot. Naast een UCITS-vergunning heeft OBAM IM sinds vorig jaar ook een MiFID II top-up vergunning, waarmee de weg is vrijgemaakt voor het beheren van zowel huisfondsen als institutionele mandaten.'

Is het beleggingsbeleid veranderd?
'Het is een kwestie van perspectief. Ik zou in eerste instantie zeggen: nee, niet per se. Wij geloven in 'high conviction investing', oftewel actief beheer. Dat is altijd de kern van onze wereldwijde aandelenstrategie gebleven, ondanks dat de markt voor passief beheer met ETFs en indexfondsen natuurlijk flink is doorgegroeid in de afgelopen jaren. De populariteit van passief beleggen kan voor een belangrijk deel worden verklaard door de per saldo matige resultaten die meerdere actieve fondsen de laatste decennia hebben geboekt. Vaak was dat te wijten aan een volatiel beleggingsbeleid, een te hoge totale kostenbasis of een teveel aan closet indexing.

Daarom vinden wij dat de basis voor een succesvolle actieve aandelenstrategie een consistente en geconcentreerde strategie zou moeten zijn, gericht op kwaliteit, kapitaalbehoud en competitieve beheerkosten. Vergeet niet dat een brede index sowieso lastig te verslaan is. Er zitten namelijk geen kosten in indices en ze kennen tevens de nodige biases, zoals de survivorship bias. Het blijft in onze optiek dan ook beleggen in de achteruitkijkspiegel.

Het beleggingsbeleid is wel op enkele punten verder aangescherpt. Zo is in de loop der tijd de bottom-up-stijl en de focus op kwaliteitsondernemingen verder toegenomen. Wij – met een bewuste nadruk op de specifieke kennis en ervaringen binnen het portfolioteam – hebben een op de langere termijn gerichte horizon, waarbij we juist beleggen in bedrijfsmodellen die voor de maatschappij cruciaal zijn en die over een termijn van minimaal drie tot vijf jaar naar alle waarschijnlijkheid en in onze visie flink zullen doorgroeien.

Binnen die groeiende bedrijfstakken kiezen we dan weer voor de sterkste kwaliteitsbedrijven met opwaarts potentieel. We laten ons dus niet leiden door kortetermijntrends of prijsmomentum. We kiezen bijvoorbeeld niet de kwaliteitsleider in de papier-, fossiele brandstoffen- of luchtvaartindustrie, maar wél die uit bijvoorbeeld de robotica-, renewable energy-, software- of cloud computing-sectoren. Hoog-cyclische bedrijfsmodellen zullen in onze beleggingsstrategie vrijwel niet voorkomen. Ik houd verder niet zo van de etiketten groei- of waardebeleggen. Ten eerste omdat groeiaandelen door de jaren heen waardeaandelen kunnen worden en vice versa. Ten tweede omdat je ook waarde of kwaliteit kunt vinden in sneller groeiende sectoren. We proberen verre te blijven van dure glamour stocks en gehypete sectoren.'

>

Hoe ziet het beleggingsproces er concreet uit?
'Ons proces bestaat uit een zestal stappen. Ten eerste bepalen we het universum, dat momenteel uit zo'n drieduizend aandelen bestaat. We zorgen ervoor dat we met het universum een volledige dekking hebben over de verschillende sectoren, industrieën en bedrijven. We proberen vervolgens interessante beleggingsthema's te definiëren, uit een breed aantal bronnen, waaronder brokers, professionele netwerken, conferenties, teaminteractie et cetera.

Bij de tweede stap wordt door kwantitatieve en kwalitatieve screeningsmethodes het universum ingeperkt. Het gaat hier vooral om het vinden van kwaliteitsbedrijven in aantrekkelijke sectoren en industrietakken die goed zijn gestructureerd, die een beperktere competitie wereldwijd hebben en die in staat zijn om een hoger en consistent rendement op het geïnvesteerde vermogen (cash flow return on investment) te genereren. Het universum is dan inmiddels teruggebracht tot zo'n zeshonderd bedrijven.

De derde stap bestaat eruit dit aantal terug te brengen tot zo'n honderdvijftig namen middels specifieke bedrijfsanalyses van bijvoorbeeld de waardeketen, de competitieve positionering en diverse waarderingsmaatstaven. We hanteren hierbij ook de intern ontwikkelde 'Kwaliteitscirkel' (zie Figuur 1). Dit helpt het proces tijdens deze stap goed inzichtelijk te maken.

Tijdens de vierde stap vindt de portefeuilleconstructie plaats met aandelenposities, die wat ons betreft de beste beleggingsideeën tegen gunstige risico-rendementsverhoudingen vertegenwoordigen. Bij de uiteindelijke portefeuillesamenstelling letten we op zaken als overtuiging, opwaarts intrinsiek potentieel ten opzichte van onder meer het koersdoel, grootte en liquiditeit, risico en thematische diversificatie alsmede regio- en industrieallocatie.

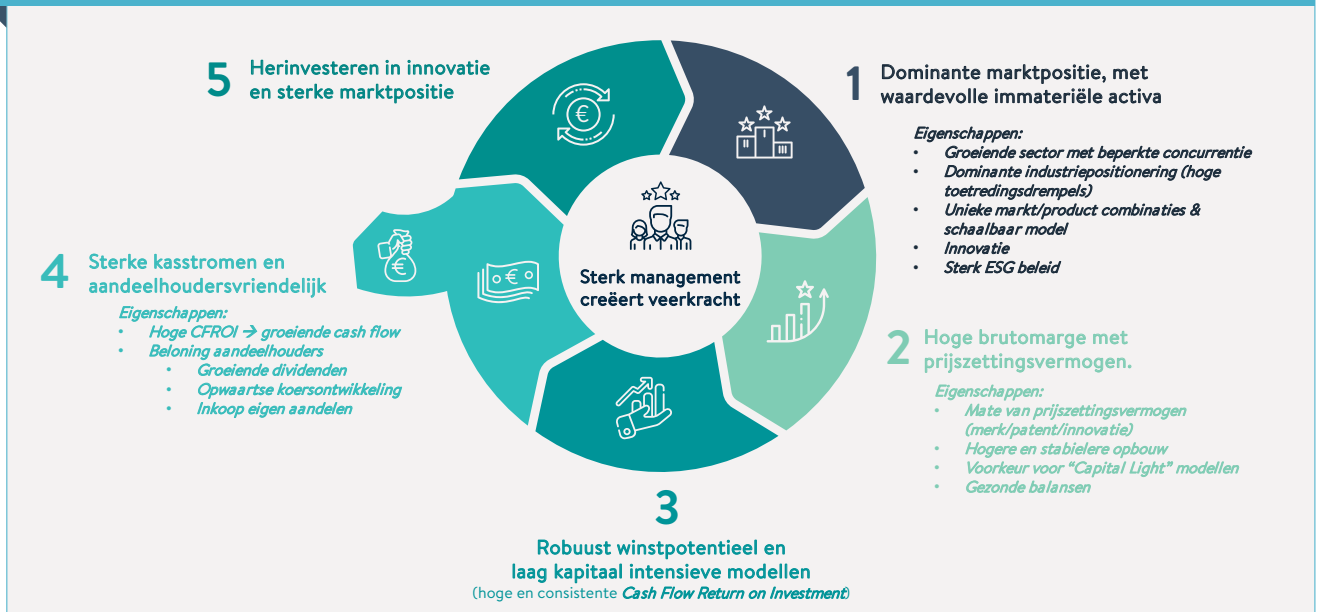
De vijfde stap noemen we de 'Consistentie Aanpak', hetgeen eigenlijk neerkomt op het continu monitoren van bijvoorbeeld de prijsdoelen en consistentie, ontwikkeling van het bedrijfsmodel en de achterliggende industrietakken.

De zesde stap heet 'Actief Risicomanagement', waarbij we dagelijks allerlei macro- en micro-risicomaatstaven beoordelen en acties hierop ondernemen wanneer de risico-rendementsverhouding van een individuele positie of die van de portefeuille in zijn geheel zou kunnen worden beïnvloed.

Soms wordt er wel aan mij gevraagd of een geconcentreerde portefeuille risicovoller is dan die brede wereldindex. We beoordelen deze vraagstelling echt anders en zijn het daar geheel niet mee eens. De kwaliteitsbedrijven in de portefeuille kennen we namelijk door-en-door. De beste vorm van risicomanagement is exact weten wat je koopt en wat in de portefeuille zit.'

Hoe gaan jullie om met duurzaamheid?
'De grootste duurzaamheidsstap zetten wij door sectoren, bedrijfstakken of bedrijfsmodellen te vermijden die naar verwachting op termijn niet op duurzame wijze kunnen doorgroeien. Hiervoor is een duidelijk uitsluitingsbeleid opgesteld. Bijvoorbeeld ten aanzien van kolen, fossiele brandstoffen en tabak. Duurzaam opererende sectoren/modellen hebben de toekomst en niet-duurzame vallen volgens ons beleid dus eigenlijk vanzelf buiten de boot. Verder kijken we in de derde stap binnen ons beleggingsproces nadrukkelijk naar alle specifieke ESG-factoren en -effecten.

FIGUUR 1: OBAM'S KWALITEITSCIRKEL



Bron: OBAM Investment Management, 2022.

CV

Sander Zondag

Sander Zondag is sinds 2013 als CIO eindverantwoordelijk voor de wereldwijde aandelenstrategie van OBAM. Onder zijn leiding is OBAM Investment Management als beheermaatschappij in juli 2020 verzelfstandigd. Zondag werkte eerder bij APG, ING Investment Management, Aegon Investments en ABN AMRO Asset Management. Hij studeerde Bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.

Voorts hebben wij als beheerder drie duurzame overtuigingen geformuleerd. De eerste is dat vermogensbeheerders een belangrijke rol hebben om de wereld verder te verduurzamen. Actief beheer kan daar in onze visie het beste aan bijdragen, omdat met passief beheer vooral in de achteruitkijkspiegel wordt gekeken. De tweede overtuiging is dat ESG-factoren ook een belangrijke impact hebben op de intrinsieke waarde van elke investering. Denk ook aan de eerder besproken derde stap in ons proces. Onze derde overtuiging is dat outperformance wordt verkregen door de selectie van een sterke bedrijfstak, een bedrijfsmodel én duurzaamheid. Het is de gehele combinatie. Sterker nog, die zijn, zoals gezegd, steeds meer met elkaar verweven.

Verder zijn we ondertekenaar van de PRI-principes. Onze duurzame beleggingsprincipes zijn gebaseerd op de tien UN Global Compact Principles inzake mensenrechten, omgeving, arbeid en anti-corruptie. Bedrijven die één of meer van deze principes schenden, sluiten wij uit. Niet alleen uit principe, maar ook vanwege mogelijke financiële en reputatieschade voor het betreffende bedrijfsmodel.'

Spelen geopolitieke en macro-overwegingen eigenlijk nog een rol bij eventuele onder- of overwegingen versus de index?

'In principe is ons actieve beleggingsbeleid bottom-up gedreven, dus gericht op het bedrijfsmodel binnen zijn bedrijfstak. Maar als er in bepaalde landen of regio's wordt belegd, wat vooral speelt voor opkomende markten, is het wél belangrijker te kijken welke macro- of geopolitieke ontwikkelingen er spelen. We kunnen de mooiste kwaliteitsondernemingen selecteren, maar als negatieve sentimenten rondom een land overheersen of een lokale overheid een negatief economisch of begrotingsbeleid voert en de valuta daar bijvoorbeeld onder lijdt, dan wil je daar als belegger toch niet zitten.

Andere macro-overwegingen kunnen bijvoorbeeld de politieke stabiliteit of de huidige energieprijzen zijn. Als we zouden denken dat die structureel hoger komen te liggen, kunnen bepaalde sectoren daar last van hebben en andere juist profijt. Europese aandelen krijgen bijvoorbeeld elke keer als de gasprijs weer verder omhoog schiet, een duw naar beneden. De hele markt lijdt daaronder, ook veel kwaliteitsondernemingen die eigenlijk amper door de hoge gasprijzen worden geraakt en daardoor mogelijk wel weer interessant worden om te worden bijgekocht. Het scenario van structureel hogere gasprijzen en hogere inflatie betekent vervolgens bijvoorbeeld ook dat we voorzichtig blijven met Europese retailers.

We kunnen verder in bijzondere tijden zoals deze natuurlijk niet onze ogen sluiten voor politieke beslissingen, zoals een extra opgelegde belasting voor banken, wat recent in Spanje gebeurde, of voor energiebedrijven. Over de gehele linie zijn we voor zo'n 80% bottom-up beleggers, met een 20%-macrosaus eroverheen.'

Hebben jullie ook nog andere ambities, bijvoorbeeld op het gebied van business development en de mogelijkheden om mandaten te managen op basis van specifieke eisen van een belegger?

'We verwachten dat OBAM IM als beheerorganisatie nog meer kan betekenen voor de institutionele markt. Denk aan mandaten voor institutionele beleggers die specifieke eisen hebben, bijvoorbeeld op basis van duurzaamheid of regionale spreiding, afhankelijk van de omvang tegen lagere beheerkosten, mits we de essentie van de beleggingsstrategie kunnen blijven voeren. We zijn goed vertegenwoordigd in de Nederlandse markt, maar onze groeiambities zijn ook internationaal gericht. De soliditeit van onze beheerorganisatie, de lange fondshistorie en onze prestaties over de laatste jaren geven mij het vertrouwen dat we die ambities ook gaan realiseren.' ■

> 'De beste vorm van risicomanagement is exact weten wat je koopt om de kwaliteit van de portefeuille te waarborgen.'

Een leven lang leren

‘Blijf jezelf stretchen, uitdagen en ontwikkelen’, is haar advies en persoonlijke levensregel. Financial Investigator sprak met Josephine van der Vossen, Oprichter en Partner van Partners at Work.

Door *Lies van Rijssen*

Je hebt Nederlands Recht gestudeerd en hebt een achtergrond in het internationale bankbedrijf. Hoe ben je terechtgekomen in de wereld van Executive Search?
‘Ik heb inderdaad rechten gestudeerd en kwam bij toeval als trainee bij een effectenbank terecht. Ik heb daar vijf jaar met veel plezier gewerkt. Mijn klanten waren institutionele beleggers, asset managers en brokers. Ik was jong, mocht reizen over de hele wereld en kreeg veel verantwoordelijkheid. Mijn rollen waren altijd commercieel en relationeel gedreven en werden later ook leidinggevend. In 1995 ben ik met mijn gezin naar Londen verhuisd. Daar ging ik bij ING werken, in de City. In die internationale context met veel verschillende culturen maakte ik opnieuw een leerzame periode door.

Na tweeënhalf jaar keerden we terug naar Nederland. Ik werd kort daarop ‘gehunt’ door een recruitmentbureau dat op zoek was naar iemand die voor henzelf een nieuwe afdeling, de financial services-tak, kon opzetten. Dat paste mij precies vanwege mijn achtergrond in de financiële sector, die ik kon samenbrengen met mijn belangstelling voor mensen: ik ben altijd geïnteresseerd geweest in wat mensen beweegt en drijft. Ik heb daar destijds een geweldig team mogen opzetten van recruitment consultants die functies in de financiële sector bemiddelden.

En toch, na drie jaar begon het te kriebelen. Ik had gezien dat er behoefte was aan een executive searchbureau dat meer oog had voor vrouwen in de financiële sector dan gebruikelijk was en daar is Partners at Work uit voortgekomen. Volgend jaar bestaat ons bureau twintig jaar.’

Helpen jouw eerdere werkervaringen je bij de uitoefening van je huidige werkzaamheden?
‘Mijn ervaringen uit de bankwereld kan ik goed inzetten in mijn werk. In mijn rol als headhunter ben ik adviseur en gesprekspartner voor zowel klanten – onze opdrachtgevers – als kandidaten. Het helpt mij natuurlijk enorm dat ik de markt, de mensen en het jargon dat deze wereld hanteert, ken. Ik zorg dat ik goed geïnformeerd blijf en op de hoogte ben van de ontwikkelingen. Bij elke search die wij hier oppakken, moeten we ons zeer grondig verdiepen in wat er binnen de vragende organisatie speelt: wat voor persoon ze zoeken, hoe het met de complementariteit van het team gesteld is en in welke fase het bedrijf verkeert.

De financiële sector is een dynamische werkomgeving die me erg boeit. Ik zie deze sector echt als een belangrijke speler die kan meebouwen – en dat ook doet – aan een goede samenleving. Denk aan het verduurzamen van de maatschappij, aan goede pensioenvoorzieningen voor de oude dag en aan kredietfaciliteiten voor

‘Wat mij inspireert, is te zien hoe anders verschillende generaties naar de wereld kunnen kijken.’

FOTO: ARCHIEF JOSEPHINE VAN DER VOSSEN

CV

Josephine
van der Vossen

Josephine van der Vossen studeerde Nederlands Recht. Zij werkte tien jaar in het internationale bankwezen (KAS BANK en ING) en richtte in 2003 Partners at Work op. Dit executive searchbureau richt zich op de invulling van functies in toezicht, bestuur en directies binnen het bedrijfsleven breed, waaronder de financiële en zakelijke dienstverlening. Van der Vossen is lid van de Raad van Advies van Women in Financial Services (WIFS) en lid van de Cliëntenraad van Tergooi MC.

bedrijven die in zwaar weer zitten. Een gezonde financiële sector is heel belangrijk. Ik heb het gevoel dat ik daar vanuit mijn werk een positieve bijdrage aan kan leveren.'

Vermoedelijk zijn thema's als diversiteit, duurzaamheid en toenemende wet- en regelgeving terugkerende aandachtsgebieden in jouw werk. Kun je hier meer over vertellen?
'Dit zijn inderdaad hot topics. Maar er zijn meer thema's relevant op het moment. Veel meer dan vroeger is er oog voor innovatie en voor automatisering. Maar ook voor bijvoorbeeld het belang van het vooropstellen van de klant.

Ik ben geen expert op alle terreinen, maar ik wil wel gesprekspartner kunnen zijn en dus in grote lijnen weten wat er aan de hand is. Als ik daarin slaag, kan ik soms met een verrassende insteek opdrachten invullen door kandidaten aan te dragen waar de opdrachtgever niet aan gedacht heeft.

Of ik vind dat we in Nederland soms niet wat ver gaan op bepaalde thema's? Onlangs had ik een gesprek met een redacteur van het FD, die in een artikel stelde dat niemand in ons land nog geïnteresseerd is in een bestuurspositie bij een bank. Het ging om de opvolging van een bankentopman. De redacteur in kwestie was van mening dat Nederland geen goed vestigingsklimaat meer kent, het braafste jongetje van de klas wil zijn als het gaat om salarissen en bonussen en dat ondernemen in de Nederlandse markt eigenlijk niet meer goed lukt omdat alles zo vergaand gereguleerd is. Daar zit wel enige waarheid in, maar gelukkig is mijn ervaring dat er nog genoeg mannen en vrouwen zijn die een bestuursfunctie in de financiële sector aandurven.'

Wat is een belangrijk inzicht dat jij in jouw werk hebt opgedaan?
'Dat het er in mijn werk en de search naar een succesvolle match met name toe doet dat je achterhaalt wat iemands drijfveren zijn. Ik heb met professionals te maken die in verschillende stadia van hun werkzame leven zitten. Soms gaat het om jonge mensen die de eerste stap in hun carrière zetten en het vak nog moeten leren. Soms om mensen met een ruime werkervaring die een volgende stap wensen en erachter willen komen waar hun kracht ligt. Hebben ze leidinggevende en coachende capaciteiten, of zullen ze het juist beter doen als expert op een bepaald gebied?

Nog een carrièrefase verder gaat het erom of iemand ook verantwoordelijkheid kan dragen voor de strategie van een bedrijf. Dan is het van belang dat zo iemand een duidelijke visie heeft en mensen daarin mee kan krijgen.

Met alleen naar iemands CV kijken, kom ik er niet. Ik moet, om dit soort vragen te helpen beantwoorden, vooral inzicht krijgen in iemands persoonlijkheid, motivatie en drijfveren. Past de persoon bij een bepaalde cultuur? Is het een bouwer, een innovator of meer iemand die goed op de winkel kan passen?'

> 'Met alleen naar iemands CV kijken, kom ik er niet.'

>

‘Mijn ervaringen uit de bankwereld kan ik goed inzetten in mijn werk. Het helpt mij natuurlijk enorm dat ik de markt, de mensen en het jargon dat deze wereld hanteert, ken.’

Wat beschouw je als het belangrijkste moment uit jouw loopbaan? Wat heb je daarvan geleerd?
‘Dat is het moment dat ik besloot om uit het corporate life te stappen, waar ik ontzettend veel geleerd heb, maar mijn ambities naar mijn idee niet voldoende kon waarmaken, en zelfstandig ondernemer te worden. Ik was toen veertig jaar. Het was het beste besluit van mijn leven. Het ondernemerschap vind ik de leukste vorm van werken, omdat je daarbij de zaken echt kunt regelen zoals je zelf denkt dat goed is. We hebben hier een mooi team kunnen opbouwen en een sterke propositie kunnen neerzetten. De consequenties van je eigen beslissingen echt zelf ervaren en ondervinden, daar leer je zo veel van.

Het eerste jaar was trial en error, maar dat kon me niets schelen. We zijn letterlijk vanuit huis begonnen. Binnen no time kwamen de eerste opdrachten naar ons toe. We hadden in zekere zin ook wel een gat in de markt ontdekt. Tussen de heel grote, vaak internationale bureaus en de gangbare wervings- en selectiebureaus ontbrak in mijn ogen nog een goed bureau met meer aandacht voor vrouwelijk talent, dat op een persoonlijke manier mensen kon begeleiden in hun carrière. Ik heb er steeds vertrouwen in gehad dat het een succes zou worden. En dat gaat niet vanzelf hoor. Ook het goed samenwerken met anderen is iets waar je echt aan moet werken. Maar als je lol in je werk hebt en met elkaar ook plezier maakt, dan is elke dag toch weer een feestje.’

Wat waren tot nu toe jouw grootste uitdagingen?
‘In 2021 ben ik voor de tweede keer geconfronteerd met borstkanker. Ik heb een operatie gehad en een chemotraject doorlopen. Het was zeer uitdagend dat ik moest accepteren dat ik niet zelf de touwtjes in handen had, maar die moest overgeven aan anderen en moest zien te vertrouwen op een goede afloop. Deze spannende periode heeft me ook veel gebracht. Je gaat zien wat een veerkracht je in je hebt. Ik heb in deze periode enorm veel steun gehad aan mijn man en kinderen, mijn familie en vrienden, maar ook aan mijn zakelijk netwerk van waaruit ik zoveel meelevende en warme reacties ontving. En ja, ik ben gelukkig weer gezond verklaard.’

Wat drijft jou als persoon en waardoor raak jij geïnspireerd?
‘Ik ben heel erg van gelijke kansen en gelijke mogelijkheden. Niet alleen tussen de seksen of tussen leeftijdsgroepen, maar ook tussen culturen. Ieder mens is uniek en te proberen talenten mooi samen te brengen en mensen te laten floreren is voor mij echt een drijfveer. Wat mij inspireert, is te zien hoe anders verschillende generaties naar de wereld kunnen kijken en van elkaar kunnen leren. Mijn dochters en andere jonge mensen kunnen mij zo verrassen met hun kijk op zaken of met wat ze zeggen en doen. Zij zijn echt een bron van inspiratie voor mij.’

Zijn er onderwerpen waarvan jij het belangrijk vindt om ze nu ook aan de orde te stellen?
‘Een leven lang leren. Om te kunnen blijven meedraaien in deze snelle wereld moet je jezelf blijven stretchen, uitdagen en ontwikkelen. Daarmee maak je je leven, maar ook je werk leuker en vergroot je je mogelijkheden om positief bij te dragen aan de samenleving. Kandidaten die wij bemiddelen voor bepaalde posities zijn er vaak mee geholpen dat ze aanvullende opleidingen volgen, bijvoorbeeld een bepaalde commissarissenopleiding of een gespecialiseerde pensioenopleiding. Dat geeft een soort ‘brevet van vermogen’ waaruit blijkt dat je ambities serieus zijn.

Wat je leeftijd ook is, in welke fase van je leven je ook zit: ga een opleiding doen, zorg voor een nevenactiviteit, doe vrijwilligerswerk, vind een hobby waarin je je passie kwijt kunt. Want daardoor word je een ronder mens.

‘Veel meer dan vroeger is er oog voor innovatie en voor automatisering.’

Ik ben zelf actief als vrijwilliger in mijn functies als lid van de Raad van Advies van Women in Financial Services (WIFS) en van de Cliëntenraad van Tergooi Ziekenhuizen.’ ■

De dubbele bodem van LDI-fondsen

Pas als het eb wordt, ontdek je wie naakt zwemt. In de huidige crisis staan Britse pensioenfondsen als eerste in hun blootje. Dat komt door beleggingen waarmee de fondsen juist risico wilden verminderen. Derivaten tonen wederom hun dubbele bodem.

Terwijl de markten speculeerden over wanneer de Federal Reserve haar pijnlijke serie renteverhogingen zou staken, zodat koersen eindelijk weer kunnen stijgen, ging een andere centrale bank als eerste overstag. Eigenlijk was de Bank of England van plan eindelijk wat Britse staatsobligaties te verkopen, na het jarenlang opkopen om de geldhoeveelheid te verruimen. Maar opeens maakte ze een draai en kondigde ze aan 'op onbeperkte schaal' staatsobligaties te gaan kopen. Alles wat nodig was om de razendsnelle stijging van de lange rente te stuiten. Anders dreigden enkele pensioenfondsen binnen luttele uren om te vallen.

Een centrale bank die pensioenfondsen redt… Het is weer eens wat anders dan het voorkomen van een bankroet of het verlenen van bijstand aan de overheid. Extra bijzonder was dat deze pensioenfondsen zich niet hadden verslikt in riskante beleggingen. Integendeel, het betrof juist beleggingen in veilige beleggingsfondsen die hun de das omdeden.

Pensioenverplichtingen worden in het Verenigd Koninkrijk, net als in Nederland, gewaardeerd alsof ze staatsobligaties zijn. De waarde van toekomstige uitkeringen wordt tegen de risicovrije rente teruggerekend naar een huidige waarde. Om deelnemers 100% zekerheid te geven over hun uitkering, is het theoretisch mogelijk al het vermogen te beleggen in staatsobligaties met dezelfde looptijd als de uitkeringen. Simpel en veilig. Met één nadeel. Je hebt geen geld over om in zaken te beleggen die het rendement opleveren om uitkeringen mee te laten groeien met de inflatie. Als een fonds een deel van het vermogen wél bijvoorbeeld in aandelen belegt, moet het accepteren dat de dekkingsgraad niet alleen afhangt van beurskoersen, maar ook van de rente.

Gelukkig bestaan er financiële producten die een uitweg bieden uit dit dilemma: LDI-fondsen. LDI staat voor Liability Driven Investments, oftewel beleggingen die de verplichtingen nabootsen. LDI-fondsen gebruiken behalve staatsobligaties ook derivaten, namelijk renteswaps. Bij een swap ontvangt het fonds de lange rente. In ruil daarvoor betaalt het de korte rente. Dankzij swaps kunnen pensioenfondsen met slechts een deel van hun vermogen al hun verplichtingen imiteren. Met de introductie van LDI-fondsen kregen ze zo een stabiele balans die deelnemers zekerheid bood. De risicomanager glunderde, omdat de dekkingsgraad immuun werd voor renteschommelingen. De belegger straalde, omdat er geld overbleef voor aandelen, vastgoed, noem maar op. Een win-winsituatie.

Één ding moesten zij wel in de gaten houden: als de rente stijgt, daalt de waarde van swaps. Pensioenfondsen moeten dan onderpand verstrekken. Dat kunnen staatsobligaties zijn, maar steeds vaker is het cash. Toen de Britse rente in september steil opliep doordat de nieuwe regering de begrotingsteugels liet vieren, gingen alle fondsen staatsobligaties verkopen om aan cash te komen. Daarmee schroefden ze de rente alleen maar verder op. Zo ontstond een vicieuze cirkel. Doordat de uitkeringen tegelijkertijd in waarde daalden, vertoonden de dekkingsgraden geen krimp. Maar stabiele dekkingsgraden behoedden de fondsen niet voor een liquiditeitscrisis.

Het is vaker gezegd. Als je het ene risico vermindert, krijg je er een ander voor terug. Als je renterisico afdekt met derivaten, krijg je liquiditeitsrisico terug. Boekhoudkundig mag de renteafdekking kloppen als een bus. En in ALM-studies leveren swaps steevast geld op, omdat de lange rente meestal boven de korte ligt. Maar het echte leven is soms minder geduldig dan papier. ■

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

Door **Bruno de Haas,** Manager Bestuursadvisering en Beleggingsstrateeg, Media Pensioen Diensten

Alleen voor professionele beleggers

MET ETF'S BOUWEN AAN EEN DUURZAME PORTEFEUILLE

Het is voor beleggers absolute noodzaak om de economische actualiteit op de voet te volgen. Of het nu gaat om de rente, winstcijfers of koerstrends. En tegenwoordig ook: de transitie naar een koolstofarme economie, die de wereldeconomie ingrijpend zal veranderen. In reactie daarop zien wij in portefeuilles van klanten nu al een enorme verschuiving van kapitaal naar duurzamere beleggingen.

Het is absoluut nog niet duidelijk hoe de transitie precies zal verlopen en hoe snel het zal gaan. Het zal nog decennia duren voor alles is uitgekristalliseerd. Er is naar schatting een investering van USD 50.000 miljard tot 100.000 miljard nodig om de wereldwijde economie om te vormen naar netto nul uitstoot in 2050 (d.w.z. dat niet meer broeikasgassen worden geproduceerd dan er uit de atmosfeer verwijderd worden).[1] Veel beleggers willen hierop anticiperen en vragen zich af hoe ze hun portefeuille kunnen verduurzamen, zonder dat hun beleggingsdoelen daardoor in gevaar komen. Bij BlackRock beschouwen we het als onderdeel van onze fiduciaire taak om klanten bij deze vaak lastige opgave te ondersteunen.

Vind de juiste koers

Voor veel beleggers is het lastig om in de enorme hoeveelheid informatie en cijfers over duurzaamheid zin en onzin van elkaar te onderscheiden. In 2021 hielden we een enquête onder 175 Europese beleggers en namen we 260 portefeuilles onder de loep, om inzicht te krijgen in de houding van beleggers ten opzichte van de duurzame transitie.[2] Hieruit bleek dat beleggers op drie gebieden met grote vragen zitten: de portefeuille-opbouw, productselectie en ESG-data en analyses.

1 Uitdaging 1: Portefeuille-opbouw

Een groot deel van de Europese beleggers zegt er moeite mee te hebben om hun visie op duurzaamheid adequaat uit te werken in hun portefeuille en de effectiviteit daarvan te meten.[2] BlackRock biedt daarbij ondersteuning op drie niveaus:

- **Evalueren:** met een uitgebreide reeks analyse-tools helpen wij u om uw hele portefeuille door te lichten op duurzaamheid en in kaart te brengen waar de lacunes liggen.
- **Verbeteren:** met behulp van optimalisatietools en geavanceerde analyses helpen wij u het duurzaamheids-profiel van uw portefeuille te verbeteren.Bijvoorbeeld door alpha-, factor- en indexbeleggingen te vervangen door equivalente duurzame fondsen.
- **Opbouwen:** op basis van uw duurzaamheidsdoelstellingen helpen wij u een volledig nieuwe duurzame portefeuille op te bouwen, die gericht is op netto nul uitstoot.

2 Uitdaging 2: Productselectie

Om aan de groeiende vraag van beleggers te voldoen zijn de afgelopen jaren talloze duurzame fondsen in Europa gelanceerd, die opgebouwd zijn volgens uiteenlopende methodologieën.[3] BlackRock kan u helpen uw weg te vinden in dit veranderende duurzame beleggingslandschap en producten te selecteren die passen bij uw financiële doelstellingen en duurzaamheidscriteria.

Kijk voor meer informatie over iShares ETF's op **ishares.nl**. Wilt u meer lezen over duurzaam beleggen met ETF's, zoek dan op "**iShares duurzame obligaties**".

[1] Bron: Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). Uit een speciaal rapport van IPCC uit 2018 over de impact van de opwarming van de aarde.

[2] Deze inzichten zijn gebaseerd op 260 wealth-portefeuilles die het BPAS-team (BlackRock Portfolio Analysis & Solutions) in 2021 heeft geanalyseerd, van beleggers in Scandinavië, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Italië, Spanje, Duitsland, Oostenrijk, Oost-Europa, Zwitserland en Nederland, en een enquête onder 108 wealth-beleggers in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Italië, Duitsland, Oostenrijk, Oost-Europa, Zwitserland en Nederland. NB: dit percentage is gebaseerd op de antwoorden die wij ontvangen hebben van een steekproef van beleggers en kan dus niet als volledig representatief worden beschouwd voor alle wealth-beleggers in EMEA. Fondsen worden als duurzaam aangemerkt op grond van de vermelding "sustainable" in de naam van het fonds. Bron: BlackRock, september 2021

[3] Bron: Morningstar, 31 december 2021.

[4] Bron: BlackRock, 31 december 2021.

[5] Bron: BlackRock, Bloomberg, 31 december 2021.

[6] Bron: Persbericht Governance & Accountability Institute, 16 november 2021.

Duurzame indexbeleggingen combineren de op vaste regels gebaseerde structuur van indexfondsen met actuele ESG-data. Daarmee bieden ze beleggers de transparantie die ze nodig hebben. De duurzame ETF's van iShares worden met dezelfde deskundigheid, zorgvuldigheid en hoge normen ontwikkeld als al onze iShares producten.

De producten van iShares bieden u ook een ruime keuze. Met in totaal zo'n 65 duurzame iShares ETF's in Europa[4] hebben we hier een groter aanbod (gebaseerd op AUM) en zijn we genoteerd aan meer Europese beurzen dan alle andere aanbieders[5]. Beleggers kunnen hun hele portefeuille op een consistente manier vormgeven met duurzame index-beleggingen, gespreid over aandelen en obligaties, in alle sectoren - van gescreende fondsen tot impact-beleggingen.

3 Uitdaging 3: ESG-data en analyses

De afgelopen jaren zijn zowel de beschikbaarheid als de kwaliteit van ESG-data aanzienlijk toegenomen. Tien jaar geleden publiceerde 20% van de S&P 500-ondernemingen ESG-data, tegenwoordig is dat 92%.[6] Bij BlackRock bieden we beleggers toegang tot deze omvangrijke data en helpen wij hen deze te interpreteren. Voor al onze producten zijn uitgebreide ESG-cijfers beschikbaar op de productpagina's op onze website, zodat beleggers fondsen eenvoudig kunnen beoordelen en vergelijken. Deze informatie omvat bijvoorbeeld de MSCI ESG-fondsratings, ESG-kwaliteitsscores, gewogen gemiddelde koolstofintensiteit, impliciete temperatuurstijging en de SFDR-classificatie (artikel 8 en 9).

Actueel: Paris-Aligned Benchmarks (PAB)

Om in te spelen op de behoeften van beleggers die hun portefeuille willen afstemmen het klimaatakkoord van Parijs, dat beoogt de opwarming van de aarde tot maximaal 1,5 °C te beperken, zijn nieuwe klimaatfondsen ontwikkeld. Dit aanbod telt een groot aantal ETF's, die beleggers transparant en tegen late kosten de mogelijkheid bieden om klimaatbewust te beleggen.

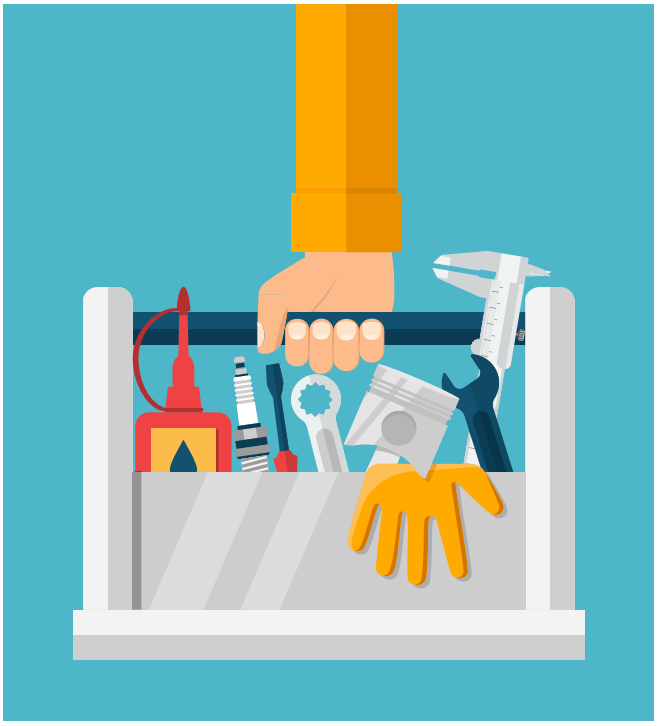
Deze fondsen zijn gebaseerd op Paris-Aligned Benchmark (PAB) indices en voldoen aan door de EU vastgestelde duurzaamheidscriteria. Daarmee vormen ze een aantrekkelijke optie voor beleggers die hun portefeuille efficiënt willen verduurzamen.

> **"Paris Aligned Benchmark indices zijn afgestemd op het scenario van maximaal 1,5 °C. Ze zijn ontwikkeld voor beleggers die het klimaat- en transitierisico van hun portefeuille willen verkleinen en de voordelen die de transitie kan opleveren, optimaal willen benutten.**
>
> **Melissa McDonald**
> Wereldwijd hoofd ESG en klimaatindices bij MSCI

Dit is een marketinguiting. Voor u besluit te beleggen, dient u het prospectus en de essentiële beleggersinformatie van het betreffende product te lezen, die beschikbaar zijn op ishares.nl **Beleggingsrisico.** De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen variëren. Het is niet zeker dat u uw oorspronkelijke inleg terugontvangt. In het verleden behaalde resultaten geven geen betrouwbare indicatie van het huidige of toekomstige rendement en dienen niet als enige criterium te worden genomen bij de selectie van een product of strategie. Deze informatie is niet bedoeld als onderzoeksresultaat, beleggingsadvies of aanbeveling van specifieke producten, strategieën of effecten en er dient niet als zodanig op vertrouwd te worden. De informatie is uitsluitend bedoeld ter illustratie en is aan verandering onderhevig. De informatie is niet goedgekeurd door een toezichthouder. De hier genoemde ESG-criteria (milieu, samenleving en goed bestuur) kunnen op enig moment van invloed zijn op de beslissing van een beleggingsteam om in bepaalde ondernemingen of sectoren te beleggen. De resultaten kunnen verschillen van portefeuilles met een beleggingsproces dat niet gebaseerd is op deze ESG-criteria. Veranderingen in de wisselkoersen tussen valuta's kunnen ertoe leiden dat de waarde van beleggingen stijgt of daalt. Deze schommelingen kunnen bijzonder sterk zijn bij een fonds dat blootstaat aan een hogere volatiliteit en de waarde van een belegging kan plotseling en zeer sterk dalen. De fiscale regelgeving waaraan beleggingen onderworpen zijn en de hoogte van de belasting kunnen in de loop der tijd wijzigen. **Belangrijke informatie. Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de AFM en de MiFID-richtlijn). Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen.** De iShares fondsen worden niet ondersteund, goedgekeurd, verkocht of aanbevolen door MSCI; MSCI draagt geen enkele verantwoordelijkheid met betrekking tot deze fondsen of de indices waarop deze fondsen gebaseerd zijn. Het prospectus bevat een gedetailleerde beschrijving van de beperkte relatie die MSCI met BlackRock en de betreffende fondsen onderhoudt. In de Europese Economische Ruimte (EER) uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, tel: 020 – 549 5200 /+31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen. **© 2022 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. RO 2457022**

Het gebruik van ETFs door institutionele beleggers

Institutionele beleggers hebben bij het beheer van hun portefeuille te maken met verschillende uitdagingen. Specifiek op het gebied van liquiditeit, transitiemanagement en allocatiewijzigingen worden steeds vaker ETFs ingezet.



Door *Ben O'Dwyer*

Ben O'Dwyer

Vice President, ETF Global Capital Markets Specialist, State Street SPDR ETFs

De eerste ETF in de Verenigde Staten werd bijna 30 jaar geleden ontwikkeld. Inmiddels is de wereldwijde ETF industrie uitgegroeid tot bijna $ 10 biljoen aan beheerd vermogen. Het groeitempo van deze relatief nieuwe productcategorie is vooral de laatste tien jaar enorm geweest. Zo werd alleen al in het jaar 2021 meer dan $ 1 biljoen aan netto nieuw belegd vermogen naar ETFs gealloceerd. Een groot gedeelte van deze groei vindt plaats in de Verenigde Staten, maar we zien de groei nu ook in Europa en Azië versnellen.

ETFs zijn lang gezien als retailproducten, omdat individuele beleggers hiermee op een kostenefficiënte manier in staat waren om zelf een gehele portefeuille op te bouwen. We zien de afgelopen jaren echter dat steeds meer grote en geavanceerde beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en centrale banken, efficiënte toepassingen ontdekken met ETFs. Een van de bekendste institutionele ETF-beleggers is wellicht de Centrale Bank van Japan (BoJ). De BoJ maakt uitvoerig gebruik van Japanse aandelen-ETFs om het monetaire beleid en monetaire verruiming vorm te geven. Een recenter voorbeeld komt van de Federal Reserve, die obligatie-ETFs aankocht om de Amerikaanse bedrijfsobligatiemarkt te stabiliseren tijdens de uitbraak van de COVID-19-crisis in 2020. Dit zijn niet de enige voorbeelden van het gebruik van ETFs door overheidsinstanties.

Het meest recente Global Public Investor Report van het Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) laat zien dat centrale banken in de laatste jaren meer gebruik zijn gaan maken van ETFs. En wel om verschillende redenen. Operationele efficiëntie was de belangrijkste reden voor het gebruik van ETFs, maar ook kostenefficiëntie, toegang tot complexe markten, liquiditeit en het implementeren van ESG-doelstellingen speelden een belangrijke rol.

Toch blijft het gebruik van ETFs door centrale banken nog relatief beperkt, met gemiddeld slechts 1% van het totale belegde vermogen geïnvesteerd in ETFs. We verwachten dat het gebruik verder zal toenemen met de ontwikkeling van het ETF-ecosysteem en de verdere groei van het vermogen onder beheer. Op dit moment zien we vooral een toename bij centrale banken in Azië en Europa, het Midden-Oosten en Afrika.

ETFs als instrument in de gereedschapskist van beleggers

(1) Toegang tot liquiditeit

Om op een eenvoudige manier liquiditeit te genereren, bestond traditioneel de handel in individuele obligaties of het gebruik van derivaten. Sinds de wereldwijde financiële crisis in 2008 is de handel

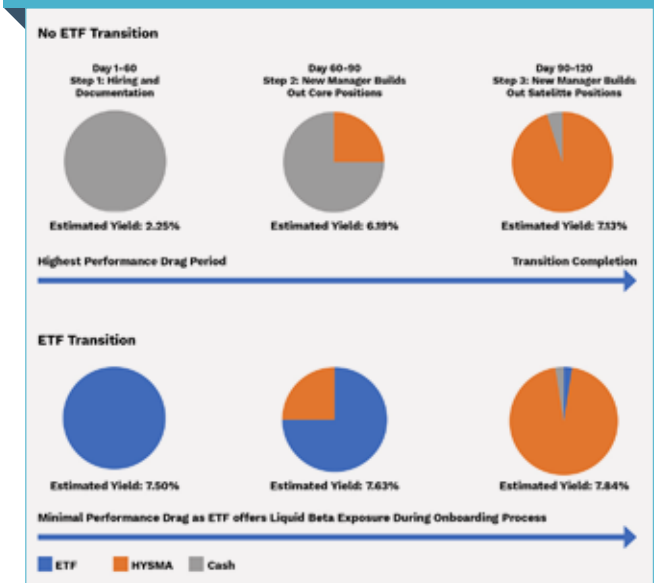
FOTO: ARCHIEF STATE STREET SPDR ETFS, ILLUSTRATIE: SHUTTERSTOCK

in individuele bedrijfsobligaties echter complexer geworden. Het werd tijdens de crisis lastiger om een goede prijs voor een specifieke obligatie te krijgen doordat investeringsbanken hun balansposities moesten verlagen. De prijsvorming van derivaten is nog altijd complex en de beschikbare exposures zijn vrij generiek. De hoeveelheid beschikbare obligatie-ETFs en het vermogen dat beheerd wordt in deze producten is de afgelopen jaren enorm gegroeid vanwege de transparantie en lage kosten. Inmiddels is de liquiditeit van ETFs enorm toegenomen door de omvang van de markt en dat geldt ook voor de verschillende typen beleggers die gebruik zijn gaan maken van deze producten. Verzekeraars, pensioenfondsen, vermogensbeheerders en particuliere beleggers verhandelen ETFs onderling en met tussenkomst van handelshuizen. Dit gebeurt via de beurs of andere handelsplatformen en buiten de ETF-uitgever om. In de praktijk is er dus een nieuwe laag van liquiditeit gecreëerd. Een bijkomend voordeel is dat er continue transparante prijsvorming plaatsvindt en dat op de afgegeven prijzen ook daadwerkelijk en onmiddellijk handel kan plaatsvinden.

(2) Transitiemanagement
Als een beleggingscommissie besluit om een bepaalde exposure te hebben, dan duurt het vaak vrij lang voordat een manager geselecteerd is en het volledig beoogde bedrag belegd is. Een ETF kan helpen dit proces te versnellen. Bijna onmiddellijk na de beslissing om te investeren, kan deze beslissing geëffectueerd worden door te beleggen in een ETF met ongeveer dezelfde exposure.

Als op deze manier bijvoorbeeld een actieve US high yield bond manager geselecteerd is, duurt het vaak meer dan zes maanden voordat de investering afgerond is, bijvoorbeeld door lange operationele due diligenceprocessen of door beperkingen in de capaciteit van de actieve strategie. De toepassing van een ETF om alvast in de relevante index te beleggen, zorgt ervoor dat het eventuele rendement van de beleggingscategorie alvast wordt gerealiseerd. Vanwege het grote aantal beschikbare bouwstenen, waarbij tegenwoordig ook veel keuze is tussen verschillende vormen van duurzaamheid, kan deze eerste investering alvast gericht plaatsvinden. Uiteindelijk kan de ETF-positie worden afgebouwd en worden overgeheveld naar de definitieve strategie. Zie Figuur 1 voor een illustratie van dit proces.

FIGUUR 1: WEERGAVE VAN OVERHEVELPROCES VAN ETF-POSITIES



Cash yield is based on the current Fed Funds rate, high yield ETF is based on the current yield to worst on the Bloomberg Corporate High Yield Bond Index and High Yield SMA is based on a 50 bps premium to the yield on the Bloomberg Corporate High Yield Bond Index.
Bron: State Street SPDR ETFs.

(3) Bijsturen van allocatie
Door het aantal ETFs dat tegenwoordig beschikbaar is op het gebied van obligaties, kunnen institutionele beleggers een precieze positie innemen. Portfoliomanagers kunnen gemakkelijk bijsturen op het gebied van de duratie, de kredietkwaliteit of de yield van de obligatieportefeuille. ESG kan hierin verwerkt worden doordat er steeds meer duurzame varianten op de markt komen. Het tijdrovende proces van het kopen of verkopen van individuele obligaties kan nu dus vermeden worden.

Toegevoegde waarde van obligatie-ETFs

De afgelopen jaren is het vermogen onder beheer in obligatie-ETFs hard gegroeid, terwijl beleggers bekender en comfortabeler werden met deze financiële instrumenten. Veel beleggers zagen het tumult in de markt dat veroorzaakt werd door het uitbreken van de COVID-19-crisis in 2020 als een echte test om te zien hoe deze producten zouden werken in volatiele markten, vooral omdat een groot gedeelte van de handel en liquiditeit was opgedroogd in de obligatiemarkten.

De consensus wijst nu uit dat obligatie-ETFs met vlag en wimpel voor deze stresstest zijn geslaagd en dat er geen significante problemen zijn geweest in het creation- en redemptionproces. Dit proces wordt gebruikt om nieuwe ETF-units te creëren of bestaande units te vernietigen bij de ETF-uitgever. Gespecialiseerde obligatieportefeuillebeheerders geven zelfs aan dat ETFs in 2020 juist als 'price discovery tool' gebruikt werden, omdat het lastig was geworden om individuele obligaties te waarderen of te verhandelen. ■

Disclaimer
As per 01/01/2022

Marketing Communication

Disclaimers: ssga.com/ETF
For institutional / professional investors use only.

Investing involves risk including the risk of loss of principal. The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent. All information is from SSGA unless otherwise noted and has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such.

© 2022 State Street Corporation - All Rights Reserved

Tracking Number 5004633.1.1.EMEA.INST

Exp: 31/12/2022

IN HET KORT

De ETF-markt heeft zich snel ontwikkeld, vooral op het gebied van obligaties.

Institutionele beleggers ontdekken de toegevoegde waarde van ETFs.

De belangrijkste toepassingen van ETFs zijn de eenvoudige toegang tot liquiditeit, het transitiemanagement en het bijsturen van allocaties.

ESG is niet voor de bühne

In de institutionele beleggingswereld is er een groeiende vraag naar specialisten die helpen bij het opzetten en invullen van echt duurzaam beleid. Het partnership van Athora Netherlands en ACTIAM laat zien hoe een dergelijke samenwerking in de praktijk vorm krijgt.

Door *Michiel Pekelharing*

Athora Netherlands legt de lat op duurzaam vlak steeds hoger. Dat doet de verzekeraar samen met ACTIAM, dat institutionele partijen bijstaat met een brede waaier aan dienstverlening om duurzaam beleggen naar een hoger niveau te tillen – ook als deze verzekeraars en pensioenfondsen niet bij ACTIAM beleggen. Maarten Stigter, Hoofd Duurzaamheid bij Athora Netherlands, en Dennis van der Putten, Directeur Sustainability & Corporate Strategy bij ACTIAM, vertellen hoe een dergelijke samenwerking er in de praktijk uitziet.

Wat zijn voor jullie de grootste duurzame uitdagingen?

Van der Putten: 'Wanneer het aankomt op duurzaam beleggen, lijkt het alsof elke partij zich wil onderscheiden met goed ESG-beleid. Maar in werkelijkheid zijn er eigenlijk maar heel weinig bedrijven die zich met volle overtuiging inzetten om écht een verschil te maken. Kijk bijvoorbeeld naar de verzekeringsbranche. Na de overstromingen van vorig jaar in Limburg was de sector heel inschikkelijk met het vergoeden van waterschade. Maar aan de andere kant beleggen veel verzekeraars nog altijd in de bedrijven die de oorzaak zijn van klimaatverandering en overstromingen. Beleggers en ondernemingen zouden zich veel beter bewust moeten zijn van hun rol in het grotere geheel en daar ook naar moeten handelen.'

Stigter: 'Mogelijk gaat dat veranderen als de weeffouten uit het systeem worden gehaald. Kijk bijvoorbeeld naar biologisch vlees. Dat is een stuk beter voor dier en milieu. Maar het is ook een stuk duurder, omdat er geen prijskaartje wordt gehangen aan de negatieve neveneffecten van niet-biologische veeteelt, zoals een hogere stikstofuitstoot en een slechter dierenwelzijn. Hoewel het heel goed is dat de politiek maatregelen neemt om allerlei activiteiten te verduurzamen, komt echte verandering pas op gang als dit soort weeffouten worden aangepakt. Daar willen wij ons samen met ACTIAM sterk voor maken.'

Hoe gaat dat in de praktijk in zijn werk?

Stigter: 'Het begint door met een andere manier naar de wereld te kijken, waarbij duurzame cijfers minstens even belangrijk zijn als financiële getallen. Er zijn echter nog steeds weinig ondernemingen die de duurzame voortgang echt inzichtelijk maken. Bij Athora Netherlands stellen we concrete beleggingsdoelstellingen op.

Voor onze klanten, voor onszelf en voor toezichthouders is het van belang om de vooruitgang in kaart te brengen en vast te leggen in rapportages. Dat is soms een behoorlijke strijd. Het Europese bedrijfsleven heeft weliswaar een enorme slag gemaakt met het inzichtelijk maken van duurzame data, maar het gaat nog wel even duren voordat bijvoorbeeld een middelgroot Amerikaans bedrijf alle gegevens publiceert die wij gebruiken in duurzame rapportages.'

EEN SAMENWERKING MET ECHTE IMPACT

De samenwerking van Athora Netherlands en ACTIAM gaat verder dan het samenstellen en monitoren van de duurzame portefeuille. Behalve via engagement, brengen beide partners ook duurzame verandering op gang in de echte wereld. Van der Putten: 'Een heel mooi voorbeeld zijn de proeven die we in Frankrijk financieren voor betere bodembeplanting. Als onderdeel van dit project wordt gekeken hoe allerlei soorten planten zich onder uiteenlopende omstandigheden houden. Dankzij de inzichten die zo zijn opgedaan, wordt er andere bebossing aangelegd langs Franse spoorwegen. Die is minder gevoelig voor brand. Bovendien wordt er meer CO_2 opgevangen en wordt het grondwater beter vastgehouden.'

Van der Putten: 'Wij helpen Athora Netherlands bij het uitstippelen van het duurzame beleid en bij het boven tafel krijgen van alle gegevens die daarbij nodig zijn. Als bedrijven die gegevens nog niet vrijgeven, gaan we het gesprek aan om te kijken of dat in de toekomst wel mogelijk is. In de tussentijd kunnen we zelf een inschatting maken of we vinden een andere oplossing om het duurzame beleggingsproces in te vullen. Want als je pas in beweging komt als alle duurzame informatie vrij beschikbaar is, kun je heel lang wachten en laat je de kans liggen om échte verandering in gang te zetten.'

Is het dan niet voldoende om bij het samenstellen van de portefeuille goed te letten op duurzame beoordelingen door rating agencies?

Stigter: 'Bij duurzaam beleggen komt veel meer kijken dan alleen maar het kopen van aandelen van bedrijven met een hoge ESG-score. Sterker nog, dat raden we af. Niemand kan eigenlijk onderbouwen dat dit bijdraagt aan een betere wereld. Er zijn ondertussen zelfs onderzoeken die claimen dat het tegendeel gebeurt, omdat het misleidend kan zijn. De data kloppen gewoon vaak niet. Wat ook niet helpt is het stelselmatig mijden van ondernemingen die op basis van hun activiteiten of beleid niet thuishoren in een duurzame beleggingsportefeuille. Dat doen veel beleggers ook. Maar dat is wat ons betreft te makkelijk. Dat is vooral lekker voor de bühne.

Vaak is er namelijk ruimte om een verschil te maken door bedrijven in beweging te brengen die misschien nu nog niet duurzaam zijn, maar dat wel willen en kunnen worden. Wat we wel doen – samen met ACTIAM – is op zoek gaan naar bedrijven die in onze beleving de stap naar duurzaam ondernemen al hebben gezet of die in staat zijn die stap binnen afzienbare tijd te zetten. Samen maken we een selectie en met een aantal van die ondernemingen gaat ACTIAM in gesprek in een poging om de veranderingen te versnellen.'

Van der Putten: 'Veel ondernemingen staan ervoor open te praten over duurzame verbeterpunten. Wij voeren dan de discussie namens klanten zoals Athora Netherlands. We controleren uiteraard ook of een bedrijf de beloftes nakomt. Soms is alleen praten helaas niet voldoende om echte verandering op gang te brengen. In dat geval kunnen we bijvoorbeeld proactief punten op de agenda zetten voor de aandeelhoudersvergadering. Dat wordt ook wel co-filing genoemd. Vorig jaar hebben we via co-filing bij de Britse supermarktketen Sainsbury een resolutie ingediend om het voltallige personeel een leefbaar loon te betalen. Op dezelfde wijze hebben we ook bij HSBC en restaurantketen Chipotle verandering in gang gezet. Op deze manier verbeteren we het duurzame profiel van beleggingsportefeuilles en dragen we bovendien actief bij aan positieve verandering van onze wereld. Dat noemen we real world impact.'

Hoe krijgt jullie duurzame partnership in de praktijk vorm?

Van der Putten: 'Het mandaat om namens Athora Netherlands het engagementbeleid vorm te geven, is onderdeel van een breder duurzaam dienstenpakket. Het ontwikkelen van een duurzame strategie vormt de basis. Een ander onderdeel is de duurzame rapportage, waaraan toezichthouders steeds strengere eisen stellen. Dit vraagt veel tijd, energie en expertise, die klanten vaak liever in andere zaken stoppen. Denk aan pensioenfondsen die momenteel hun handen vol hebben aan de herziening van het Nederlandse pensioenstelsel.

Ook screenen wij aan de hand van specifieke voorkeuren beleggingsportefeuilles, zodat een klant ervan verzekerd is dat deze in lijn liggen met het duurzame beleid. Tevens nemen we eventueel ook het monitoren van een portefeuille voor onze rekening, waar onder meer ook engagement onder valt. Naast Athora Netherlands hebben we inmiddels al tien grote klanten voor onze duurzame beleggingsdienstverlening.'

Stigter: 'ACTIAM is het verlengstuk van onze eigen ESG-afdeling. Dat is natuurlijk niet vreemd als je bedenkt dat we tot voor kort één organisatie vormden. Maar eerlijk gezegd, vind ik het een goede zaak dat ACTIAM nu op eigen benen staat. Ze krijgen zo de kans om verder op te schalen. En zich breder in te zetten in de financiële wereld. Door samen te werken met andere partijen doen ze allerlei nieuwe inzichten op, waar wij uiteindelijk van mee kunnen profiteren. Hoewel de lijntjes misschien wat langer zijn dan een jaar geleden, zijn we zo uiteindelijk beter af.' ■

Maarten Stigter

Hoofd Duurzaamheid, Athora Netherlands

Dennis van der Putten

Directeur Sustainability & Corporate Strategy, ACTIAM

IN HET KORT

Echt duurzaam beleggen is meer dan het kopen van duurzame data of het inhuren van een consultant.

Er is een groeiende vraag naar specialisten die meedenken bij het uitzetten en invullen van echt duurzaam beleggen.

De samenwerking tussen ACTIAM en Athora Netherlands is een goed voorbeeld van zo'n duurzaam partnership.

FOTO'S: ARCHIEF ATHORA NETHERLANDS, ARCHIEF CARDANO ACTIAM

Pensioen-sector, keer om en sla een ander pad in!

De pensioensector is in woeliger vaarwater terecht gekomen. Dat heeft niet alleen te maken met het Pensioenakkoord en het nieuwe pensioenstelsel dat in wording is, maar ook met het verduurzamingsbeleid van de EU en DNB. Dat betoogt in elk geval Frits Bosch, voormalig Directeur van DutchInvestor, een dienstverlener gericht op de asset management-industrie.

Door *onze redactie*

Waarom kan het Pensioenakkoord uw goedkeuring niet wegdragen?
'Ik spring inderdaad geen gat in de lucht. Het Pensioenakkoord staat hevig ter discussie. Zo vindt men dat over het verdelen van de pensioenpot veel onduidelijk is. Ook zou het invaren tot grote problemen leiden. Maar dat gaat nog voorbij aan het essentiële bezwaar tegen het nieuwe systeem, namelijk dat een collectief systeem blijft bestaan waarbij de pensioenuitkeringen dagelijks fluctueren op de beurskoersen. Deelnemers van een pensioenfonds krijgen dus geen pensioenpot in eigendom om zelf mee te beleggen. Het nieuwe systeem is een achteruitgang. Deelnemers worden geconfronteerd met meer risico, maar er is geen sprake van eigendom. Dat is niet correct. Beter zou zijn als in het nieuwe stelsel zou worden overgestapt naar een situatie waarbij het eigendom wordt gegeven, behorend bij het risico dat wordt gelopen. Of dat het solidaire stelsel overeind wordt gehouden. Pensioenpotjes in eigendom is echter contrair aan het belang van pensioenbestuurders en vakbonden. Zij zijn dan hun baan kwijt aan vermogensbeheerders die de focus op rendement zetten, zoals het hoort. Mijn opstelling is: behoud het bestaande systeem en pas het aan voor de rekenrente.'

> 'Deelnemers worden geconfronteerd met meer risico, maar er is geen sprake van eigendom.'

Wat is er in uw ogen niet goed gegaan?
'Het huidige pensioenstelsel is niet slecht en wordt zelfs mondiaal geroemd. De makke is dat sinds 2007 gebruik wordt gemaakt van een variabele marktrente. Door een variabele rente te hanteren, gaat men uit van liquidatie van een pensioenfonds op elk gewenst moment. Dat is absurd. Een pensioenfonds is immers een beheerder van vermogen op de zeer lange termijn. We hebben ons met het instellen van marktrentes verkocht aan het Amerikaanse accounting-systeem IFRS. Alles wat uit de Verenigde Staten komt is prima, zo dachten velen. Daarvóór hebben we vele decennia tot genoegen gebruikgemaakt van een vaste rekenrente van 4%, een erg lange rente. Dat past beter bij een langetermijnbelegger, zoals een pensioenfonds. Naar die 4% marktrente gaan we nu weer toe, maar onze pensionado's zijn er vele miljarden bij ingeschoten. Absurd is ook dat ons pensioen bepaald wordt door de ECB, die de

FOTO: SHUTTERSTOCK

rente steeds verder omlaag heeft gedrukt ten nadele van onze pensionado's. Na de crisis van 2008 zijn geweldige rendementen gerealiseerd, maar deelnemers hebben daar niets van gezien. Er was amper inflatiecorrectie. Het nieuwe stelsel komt neer op afbraak, nog afgezien van de bakken geld die het kost. Hoe absurd het systeem van calculatie is via variabele rente blijkt nu weer. Het ABP lijdt op moment van schrijven € 91,5 miljard verlies in de beleggingsportefeuille, maar gaat meer uitkeren dankzij de stijgende rente, terwijl de inflatie 17,1% bedraagt, de beurzen zeer volatiel zijn en een recessie moet worden verwacht. De hogere uitkering zal zeker de inflatie niet compenseren. Als je zo'n krom systeem hanteert, dan mag het geen wonder heten dat het op den duur op de mestvaalt moet.'

U bent ook niet erg te spreken over de invloed van het verduurzamingsbeleid van DNB op de pensioensector. Waarom heeft dat verkeerd uitgepakt?

'DNB maakt pensioenfondsen tot politieke instellingen. In mijn tijd als pensioenfondsconsultant was maatschappelijk verantwoord beleggen een relevant thema. Geen fonds wilde beleggen in kinderarbeid, tabak of milieuvervuiling. Dat was vrijblijvend en op eigen initiatief. Het ging om een bescheiden aantal uitsluitingen. De discussie is ooit aangezwengeld door een tv-uitzending van Zembla: de beleggingen van pensioenfondsen waren te milieubelastend. Bestuurders waren bang voor reputatierisico en keken dus extra kritisch naar de beleggingsportefeuilles. Meer uitsluitingen zorgen echter voor lagere rendementen en een hoger risico. Beleggingsopties worden immers buitengesloten. DNB ging pensioenfondsbestuurders toetsen op geschiktheid qua duurzaamheid, maatschappelijk verantwoord beleggen en klimaatneutrale beleggingen. Pensioenfondsen moeten daarover verantwoording afleggen. In artikel 18B van het Besluit Toetsingskader staat dat een pensioenfonds risico's moet beoordelen op klimaat, hulpbronnen, milieu en sociale risico's. Enkel zeggen dat je dit doet, is onvoldoende. En het gaat veel verder: je moet als pensioenfonsbestuurder als het ware ervan doortrokken zijn. Dit stimuleert een cultuur waarin bestuurders achter elkaar aan lopen om maar te laten zien wie het meest maatschappelijk verantwoord belegt. Naast duurzaamheidsthema's leeft ook 'diversiteit' sterk bij DNB, op een manier die naar mijn mening te ver is doorgeslagen. Bestuurlijke vaardigheden zijn van secundair belang.'

Hoe beoordeelt u de opstelling van de EU ten opzichte van duurzaamheid?

'De EU geeft DNB ruggensteun via gedetailleerde duurzaamheidsvoorwaarden en dwangmatige bepalingen op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen. Dit is voor pensioenfondsen extreem bureaucratisch en kostenverhogend. De EU stelt dat pensioenfondsdeelnemers exact op de hoogte moeten zijn, maar in de praktijk zitten deelnemers niet te springen om dit soort informatie. Het enige wat ze willen, is een goed pensioen, zonder dat beleggingen schadelijke neveneffecten op bijvoorbeeld het milieu met zich meebrengen. De EU geeft ook aan dat pensioenfondsen daadwerkelijk moeten aangeven wat die neveneffecten kunnen zijn. Dat kost ze veel tijd en geld. Ook hier staat het behalen van rendement op de tweede plaats. De EU dicteert precies wat 'goed' en 'slecht' is qua zaken zoals duurzaamheid, infrastructuur, klimaat, diversiteit en LHBT. Dit kan worden aangevuld met verplicht beleggen in bijvoorbeeld Zuid-Europa volgens politieke wensenlijstjes van de EU, waar de macht zich steeds meer concentreert. DNB lobbyt in Brussel voor de duurzaamheidwetgeving. Dan blijven ze relevant, want monetair is de bank dat niet meer sinds de ECB de monetaire lakens uitdeelt.'

Wat zijn de gevolgen voor de deelnemers van pensioenfondsen?

'Pensioenfondsen zien zich gedwongen DNB ook steeds meer te betalen voor toenemend toezicht en steeds omvangrijker wordende handhaving. Daardoor verandert de Nederlandse pensioenpot van € 1517 miljard in een soort pinautomaat voor politieke hobby's. Pensioenfondsen zijn geëvolueerd tot politieke instellingen. Pas in de tweede plaats zijn het nog instellingen om rendement voor pensioenfondsdeelnemers te behalen. DNB en de EU zijn politieke instellingen die een steeds grotere dwang in dit verband uitoefenen. Ze zijn woke en dwingen de fondsen in dat keurslijf. Pensioenfondsdeelnemers zijn de dupe. Rendement ten behoeve van pensioenfondsdeelnemers staat niet meer op de eerste plaats.' ■

Frits Bosch

Voormalig Directeur, DutchInvestor

IN HET KORT

Deelnemers staan onder het nieuwe pensioenstelsel bloot aan meer risico's, zonder dat zij de beschikking krijgen over hun eigen pensioenpotje.

Het gebruik van een variabele marktrente is de voornaamste oorzaak van de problemen met het huidige pensioenstelsel.

Bemoeienis van DNB en de EU op het gebied van duurzaamheid en diversiteit is te ver doorgeslagen.

Pensioenfondsen veranderen steeds meer in politieke instellingen en rendement ten behoeve van de deelnemers staat niet meer voorop.

FOTO: ARCHIEF FRITS BOSCH

Garanderen van koopkracht blijft een uitdaging

Door *Ronald Bruins* Fotografie *Cor Salverius Fotografie*

Leidt het nieuwe pensioenstelsel tot het nemen van meer risico's met de beleggingen? Over die vraag bogen vermogensbeheerders en pensioenbestuurders zich tijdens de Ronde Tafel over beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel. Uit de discussies bleek dat het garanderen van de koopkracht van pensioenen op basis van beleggingsrendementen nog niet zo makkelijk is.

Gerard van de Kuilen, Oprichter van Cavani Analyse & Advies, legt de deelnemers de eerste vraag voor: gaan pensioenfondsen onder de solidaire regeling beleggen vanuit een totaal beleggingsportefeuilleperspectief, of blijft er een strikte scheiding tussen de matchingportefeuille en de returnportefeuille?

Jan Tol, Investment Consultant bij Mercer, trapt af. 'Die invulling is heel erg afhankelijk van het doel dat je nastreeft ten aanzien van je uitkeringen. Als je reële ambitie wilt nastreven, kun je eigenlijk niet gebruikmaken van theoretische beschermingsrendementen. Als je wilt kiezen voor een collectieve stijging of daling van je uitkeringen, ben je te veel gebonden als je het theoretische beschermingsrendement hanteert.'

Doel is leidend

Tol vervolgt: 'We verwachten dat pensioenfondsen die wel gebruikmaken van het theoretische beleggingsrendement een focus hebben op de collectieve beleggingsportefeuille zonder een expliciet afgescheiden matchingportefeuille. Dit wordt vooral gedreven door de wens van een collectieve uitkeringsfase. Op dit moment, voor de stelselwijziging, kun je al wel een gelijke daling inbouwen, maar dat gaat gepaard met een theoretische afdekking van 100%.'

Werkelijk rendement

Volgens Arjen Monster, Head of Strategic & LDI Advice, Integrated Client Solutions bij NN Investment Partners, gebeurt de portefeuilleconstructie op totaalniveau. 'In het daadwerkelijke beheer of voor de rapportage maak je naar verwachting wel gebruik van matching- en returnportefeuilles. Allereerst in het beheer bij de keuze voor het werkelijke beschermingsrendement. Je moet daarnaast ook rapporteren over de effectiviteit van de renteafdekking. Dergelijke informatie is voor pensioenfondsen erg relevant in de communicatie naar deelnemers.'

Carl Kool, Director Multi-Asset Strategies & Solutions bij BlackRock, reageert: 'Je moet ook uitkijken dat je de scheiding niet te strikt maakt. Je hebt in het huidige stelsel inderdaad matching- en returnportefeuilles, maar ook hybride assets die een dubbele functie vervullen. Denk aan bedrijfsobligaties en hypotheken. Die hebben aan de ene kant matchingkarakteristieken en aan de andere kant ook returnkarakteristieken. Die hybride assets kun je ook in het nieuwe pensioencontract kwijt. Je ontkomt er niet aan als pensioenfonds om beide portefeuilles aan het werk te zetten. Heel stringent die scheiding aanbrengen is niet ideaal.'

Harde splitsing matching en return?

Marco van Rijn, Executive Director bij Kempen Capital Management: 'De crux zit bij de vraag of je gebruikmaakt van feitelijk beschermingsrendement of niet. Als je dat wel doet, krijg je een harde splitsing van de matching- en returnportefeuille. Voor dat feitelijke beschermingsrendement kun je kiezen, omdat je een reële doelstelling wilt halen, zoals Jan Tol dat schetst. Als je voor theoretisch beleggingsrendement kiest, is de matching- of LDI-portefeuille meer een operationeel aansturingsmechanisme. Er is geen strikte scheiding aangezien het benodigde beschermingsrendement aan het totaalrendement wordt onttrokken.'

Paul de Geus, Bestuurder en Toezichthouder bij diverse pensioenfondsen: 'Voor de ALM en de doorrekening moet je goed naar je ambities kijken en daarbij prefereer ik een reële ambitie. Maar volgens mij gingen we juist naar zo'n >

Voorzitter:

Gerard van de Kuilen,
Cavani Analyse & Advies

Deelnemers:

Paul de Geus,
verschillende pensioenfondsen
Rik Klerkx,
Cardano Nederland
Carl Kool,
BlackRock
Arjen Monster,
NN Investment Partners
Jitzes Noorman,
Columbia Threadneedle Investments
Marco van Rijn,
Van Lanschot Kempen
Jan Tol,
Mercer

VOORZITTER

Gerard van de Kuilen

Gerard van de Kuilen is Econometrist en heeft een achtergrond in riskmanagement (renterisicobeleid, balansbeheer en ALM). Sinds 2005 werkt hij vanuit zijn bedrijf Cavani Analyse & Advies als Bestuurder en Intern Toezichthouder bij verzekeraars (momenteel NV schade) en pensioenfondsen (momenteel Waterbouw, Verloskundigen, Kappers en Huisartsen). Van de Kuilen is tevens Docent en Ontwikkelaar van opleidingen voor pensioenfondsbestuurders bij SPO.

Paul de Geus

Paul de Geus is sinds 2014 professioneel Bestuurder bij verschillende pensioenfondsen. Daarnaast is hij lid van de RvT bij PF Slagers. Eerder was hij actief in het vermogensbeheer van Shell Pensioenfonds en bij Robeco. Ook gaf hij leiding aan het institutioneel vermogensbeheer bij Delta Lloyd Asset Management. De Geus heeft Bedrijfseconomie gestudeerd en een postdoctorale opleiding tot register controller afgerond.

Rik Klerkx

Rik Klerkx kwam in 2015 bij Cardano Nederland om te helpen bij het opbouwen van het beleggingsteam. Momenteel is hij CIO. Hij draagt de verantwoordelijkheid voor de ontwikkeling en implementatie van beleggingsstrategieën voor institutionele klanten. Hij heeft gewerkt bij J.P. Morgan in Londen en De Nederlandsche Bank. Klerkx heeft een Master in Quantitative Finance van de Erasmus Universiteit en is PhD-kandidaat aan de Vrije Universiteit.

Carl Kool

Carl Kool, Director, geeft leiding aan het Multi-Asset Strategies & Solutions (MASS) Team van BlackRock. Hij werkt sinds 2011 bij het bedrijf. Daarvoor was hij Head of Strategy & Research bij Doctors Pension Funds Services en van 1999 tot 2004 Senior Econoom bij ING. Eerder was hij Financieel Informatiespecialist bij Robeco/IRIS. Hij begon zijn carrière als Klantadviseur bij Datastream. Kool studeerde Economie aan de Erasmus Universiteit en is CFA-charterholder.

Arjen Monster

Arjen Monster studeerde Bedrijfswiskunde en Informatica aan de Vrije Universiteit Amsterdam en werkt sinds 2009 voor NN Investment Partners. Hij is verantwoordelijk voor strategisch advies aan pensioenfondsen en heeft ruim twintig jaar ervaring in de beleggingsindustrie. In deze periode heeft hij zich gespecialiseerd in LDI, derivaten, risicomanagement, portefeuillebeheer en strategische advisering.

Jitzes Noorman

Jitzes Noorman is als Delegated CIO in het fiduciaire team van Columbia Threadneedle Investments sinds 2011 verantwoordelijk voor de beleggingen van meerdere Nederlandse pensioenfondsen en is tevens werkzaam als Investment Strateeg. Eerder werkte hij bij MN Services als Senior Fondsbeheerder Special Investments en Hedge Funds. Daarvoor was hij onder meer Monetair Econoom bij Rabobank International.

Marco van Rijn

Marco van Rijn is lid van het leadership-team van Fiduciary Management & Institutional Solutions bij Van Lanschot Kempen. Sinds 2007 is hij daar werkzaam, waar hij vrijwel direct deel uitmaakte van het fiduciaire team. Van Rijn is Delegated CIO voor een aantal relaties en verantwoordelijk voor dienstverlening aan pensioenfondsen en verzekeraars. Eerder was hij werkzaam bij ING Investment Management.

Jan Tol

Jan Tol is Principal ALM-consultant bij Mercer. Hij adviseert zowel ondernemings- als bedrijfstakpensioenfondsen en APF-en, onder andere op het gebied van strategisch balansmanagement. Naast ALM heeft hij ook ervaring met monitoring (performance & risk) en strategische asset allocatie (SAA). Tol is verantwoordelijk voor de ontwikkeling en het onderhoud van alle ALM-gerelateerde oplossingen die Mercer aanbiedt.

‘De renteafdekking zal bewegen van een diversifiërende rol in de opbouwfase naar een afdekkende rol naarmate de uitkeringsfase dichterbij komt.’

nieuw stelsel omdat we niet te strikte scheidingen wilden in portefeuilles.'

Minder rigide scheiding

De Geus gaat verder: 'Onder het huidige financieel toetsingskader is het vooral de vereiste dekkingsgraad en bijbehorend risicoprofiel waar we aan moeten voldoen van De Nederlandsche Bank. De belangrijkste vraag is dan ook: gaat het nieuwe stelsel wel het juiste resultaat opleveren? Deelnemers zien jaarlijks hun pensioenkapitaal op en neer gaan. Zij moeten het aan het eind van de rit omzetten in een uitkering. Natuurlijk, je moet volgens wet- en regelgeving je sommen maken. Maar ik zou zeggen: ga in het beheer vooral uit van de rendementsuitgangspunten. Ik denk wel dat we een scheiding tussen matching en return houden, maar misschien minder strak dan nu het geval is.'

Niet de bedoeling

Bij pensioenen kun je bij uitstek voor de lange termijn beleggen, constateert Rik Klerkx, CIO bij Cardano. 'Dus kun je als pensioenbelegger bijvoorbeeld risicopremies en liquiditeitspremies verdienen, maar ook investeren in de klimaattransitie. Als je heel erg gaat focussen op de risico's in de uitkeringsfase, dan zou je, bij wijze van spreken, je geld zeventig jaar op een spaarrekening zetten. Dat is niet de bedoeling van het nieuwe pensioenstelsel.'

Renteafdekking per leeftijd

Klerkx constateert ook dat er in het huidige stelsel een renteafdekkingsbeleid zit dat lastig te differentiëren is per leeftijd. 'Of je nu twintig of negentig bent, in het nieuwe stelsel kun je daar wel onderscheid in maken. Dat geeft je keuze. Voor iemand die met pensioen gaat en veel kapitaal heeft opgebouwd, kan je dan veel renterisico afdekken, voor iemand die twintig is niet. We merken in gesprekken met pensioenbesturen dat er op dat vraagstuk geen eenduidig antwoord is.'

Monster: 'Voor een koopkrachtig pensioen is het belangrijk om risicopremies te blijven verdienen, zowel in de opbouwfase als in de uitkeringsfase. Hierbij is in het nieuwe stelsel ook spreiding van groot belang. Denk hiervoor aan een categorie als infrastructuur die ook interessant is vanuit MVB-overwegingen.' Van Rijn: 'De renteafdekking zal bewegen van een diversifiërende rol in de opbouwfase naar een afdekkende rol naarmate de uitkeringsfase dichterbij komt.'

'Voor een koopkrachtig pensioen is het belangrijk om risicopremies te blijven verdienen, zowel in de opbouwfase als in de uitkeringsfase.'

Maatwerk voor generaties

Het beleggingsbeleid wordt in het nieuwe pensioenstelsel gebaseerd op de lifecycle van verschillende leeftijdscohorten. Klerkx: 'In het huidige stelsel focus je heel erg op één renteafdekkingsbeleid en kijk je naar de hoogte, de curve en de dynamiek. Straks moet je voor elk cohort een apart beleid hebben. Ik verwacht dat je daardoor meer maatwerk kunt leveren aan verschillende generaties.' De Geus reageert: 'Ik snap dat je beleid per cohort moet maken, maar we gaan, zo mag ik hopen, toch niet apart beleggen per cohort?'

Klerkx: 'De mechanismes kunnen naast elkaar bestaan. Dus cohorten met elk een verschillend renteafdekkingsbeleid, uitgevoerd via één of een klein aantal beleggingsportefeuilles.' Van Rijn: 'Per cohort wordt beleid bepaald, maar met kasstromen en afdekkingspercentages kun je aggregeren en daar stuur je op. Niet veel anders dan nu dus.'

Jitzes Noorman, CIO in het fiduciair managementteam van Columbia Threadneedle Investments: 'Of het beleid meer dynamiek met zich meebrengt in het nieuwe stelsel, is meer afhankelijk van de investment beliefs die een fonds heeft. Daarbij gaat het erom in hoeverre je als >

‘Overal in de wereld zetten institutionele beleggers enorme stappen naar ESG. Dat was in het defined benefit-systeem ook gebeurd. Het thema luidt dus onmiskenbaar een transitie in de portefeuille in.’

fonds wordt beloond voor bepaalde risico’s en om de voorspelbaarheid. Die zaken staan los van de wet- en regelgeving in een nieuw stelsel. De beliefs zijn maatgevend.’

Verwachte pensioenen

Klerkx constateert dat de communicatie naar deelnemers toe vooral moet gaan over verwachte pensioenen. ‘Ik zou niet de focus op kapitaal en volatiliteit leggen. Dat zou je niet moeten willen omdat dat onrust met zich meebrengt.’ Van Rijn: ‘Het communiceren van de cijfers wordt inderdaad een uitdaging. Je moet daarbij zorgvuldig het perspectief van de uitkering en het sterk fluctuerende kapitaal aan elkaar verbinden. De verwachte uitkering staat centraal. Die zal ook, maar steeds minder, fluctueren doordat in lijn met de risicohouding risico genomen moet worden om een koopkrachtig pensioen te bereiken en te behouden.’

Die constatering blijkt voor Van de Kuilen een mooi bruggetje naar de discussie over de koopkracht. De vraag daarbij is hoe pensioenbeleggers de uitkeringen kunnen beschermen tegen de vaak schoksgewijs optredende inflatie. De Geus: ‘Tegen schokken van 12% zoals deze nu voorkomen, is dat lastig.’ Monster: ‘Dat klopt, maar je kunt er wel iets aan doen, bijvoorbeeld door te beleggen in inflatiegerelateerde obligaties en inflatieswaps. Daarmee valt wel iets te repareren, vooral als de schok tijdelijk is. De mate van bescherming tegen inflatie wil je idealiter per cohort bepalen. Een alternatief is om opgebouwde reserves te gebruiken om deelnemers te compenseren tegen inflatie.’ Het probleem van die reserves is volgens de aanwezigen dat je die toewijst aan een leeftijdscohort, in dit geval de gepensioneerden. Ten koste van de andere cohorten. ‘Dat is lastig uit te leggen’, aldus Van de Kuilen.

‘Ik zou niet de focus op kapitaal en volatiliteit leggen. Dat zou je niet moeten willen omdat dat onrust met zich meebrengt.’

Koopkracht

Noorman constateert dat koopkracht een mooi onderwerp is voor een beleggingsstrateeg. ‘In principe is er in het nieuwe stelsel een minder directe koppeling tussen inflatie en de uitkeringen, maar bepaalt in het nieuwe stelsel het rendement of de uitkering mogelijk is. Het gaat dus om inflatiematching: het zorgen voor voldoende rendement om de inflatie te verslaan.’

Tol: ‘Je kunt in de nieuwe situatie niet specifieke risicopremies en beleggingen alloceren naar specifieke doelgroepen. Dit maakt het lastiger om via beleggingsrendementen koopkrachtstijgingen in de uitkeringsfase in te bouwen. Daar staat tegenover dat je nu een individueel risico kunt toewijzen, waarbij je voldoende risico kan nemen om bij pensionering voldoende vermogen te hebben. Voldoende om een adequaat pensioen in te kopen. Gecombineerd met een reëel projectierendement en mogelijkheden voor een solidariteitsreserve, biedt dit mogelijkheden om de koopkracht op peil te houden.’

Illiquide beleggingen

Kool ziet ook meer mogelijkheden voor het waarmaken van de reële ambitie via investeringen in infrastructuur die over een lange beleggingshorizon inflatieprotectie bieden. ‘Daar is in het nieuwe stelsel meer ruimte voor gekomen, terwijl het bezwaar in het huidige stelsel vaak is dat het een complexe en illiquide belegging is en dat er weinig ruimte is vanwege het vereiste eigen vermogen.’

Lumpsum

De Geus wijst op zijn deelnemers. ‘We benaderen dit heel technisch en theoretisch, maar hoe krijg je dit alles goed

uitgelegd richting pensioenbestuurders en zeker richting de deelnemers?' Daar speelt ook de lumpsum-regeling. Vanaf 1 juli 2023 kun je in een keer maximaal 10% van je opgebouwde ouderdomspensioen opnemen op de pensioendatum.

Klerkx: 'In Engeland mag je 25% op je 55ste jaar onttrekken. Mensen maken er daar veel gebruik van. Je ziet daar dat Engelsen vaak kiezen voor het hoge getal op hun bankrekening in plaats van in de pensioenregeling. De vraag is of ze dat altijd, wat je zou willen, gebruiken voor het aflossen van een hypotheek. Dat onttrekken van pensioen kan tot een armoedeval leiden als het bedrag voor consumptieve doeleinden wordt gebruikt.' Monster: 'Dat onttrekken ondermijnt de solidariteit van het pensioenbeleggen, want je kunt simpelweg met minder kapitaal beleggen. Je legt dan dus druk op andere voorzieningen. Zeker als dit massaal gaat gebeuren.'

Collectief risicoprofiel

De discussie verschuift naar het risicoprofiel en de liquiditeit van pensioenbeleggingen. Verwachten de deelnemers dat voor het collectief het risicoprofiel gaat wijzigen? 'En als dat zo is, hoe dan?', wil Van de Kuilen weten. De Geus wijst erop dat pensioenfondsen in de aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel bij de deelnemers moeten uitvragen wat zij wel en niet aan risico accepteren. 'Dat is al lastig genoeg, want bereik je al je deelnemers wel? Daarna komt de volgende vraag: Hoe aggregeer je al die wensen en behoeftes en voeg je die samen met je eigen beleggingsbeleid? Gaat dat goed werken?'

Monster herkent die vragen: 'Als je kapitaal per leeftijdscohort zou alloceren, dan kom je al met al op een hoger risicoprofiel uit.' Tol: 'Het nieuwe stelsel biedt de mogelijkheid om meer risico te nemen omdat dit leeftijdsafhankelijk wordt toebedeeld. Je hebt dan dus niet te maken met collectieve risico's op een daling. Als gevolg daarvan zie ik dat pensioenfondsen met vooral jongeren meer risico's kunnen nemen dan pensioenfondsen met oudere deelnemers.'

Monster: 'Als je een koopkrachtig pensioen voor alle cohorten mogelijk wilt maken, ben je wel genoodzaakt om voldoende risico te nemen. Dit zal naar verwachting een hoger collectief risicoprofiel met zich mee moeten brengen.'

> 'Of het beleid meer dynamiek met zich meebrengt in het nieuwe stelsel, is afhankelijk van de investment beliefs die een fonds heeft.'

Brevet van onvermogen

Kool is het daarmee eens. 'De moeilijkheid zit in de data over de deelnemers. Wat geven deelnemers aan in de onderzoeken en wat kun je daarvan waarmaken? Ik vraag me af of je wel elk risicoprofiel kunt verdedigen. Je wilt ook niet te ver weglopen van het collectieve risicoprofiel van het huidige beleid.' Van de Kuilen: 'Heel veel afwijken in het nieuwe stelsel ten opzichte van het oude stelsel zou bijna een brevet van onvermogen zijn van hoe we dat risicoprofiel in de afgelopen decennia hebben bepaald.'

Noorman reageert: 'Dat hangt samen met het punt waar we het eerder over hadden. Het zorgen voor koopkracht is de reden dat we een nieuw stelsel aan het ontwerpen zijn waarin het verschil is dat we risicovoller kunnen beleggen. Dat gaat alleen lukken als pensioenfondsen >

risicovoller kunnen beleggen. Het is maar de vraag of dat gebeurt.'

Rooskleurige plaatjes

De Geus: 'Als het pensioenpotje dat je jaarlijks te zien krijgt vaak op en neer gaat, is dat bij deelnemers wellicht een prikkel om juist minder risicovol te willen beleggen.' In het wetsvoorstel staan rooskleurige plaatjes over het pensioenrendement geschetst, vult De Geus aan. 'Over zestig jaar beleggen kom je altijd op mooie rendementen uit. In die berekeningen zitten aannames waar je je vraagtekens bij kunt zetten.'

Minder risico nemen

Noorman stelt dat het maar de vraag is of er in het nieuwe stelsel risicovoller - en dus met een hoger verwacht rendement - belegd gaat worden voor jongeren. Dat zal moeten blijken uit de uitvraag naar de risicopreferentie per cohort. Tol vult aan: 'In de communicatie met de deelnemers moeten we ook duidelijk maken dat de focus op de lange termijn blijft met het oog op de uiteindelijke uitkering en niet op de tussentijdse resultaten en risico's.'

Klerkx verwacht wel dat de nervositeit kan toenemen als er niet langer berichten over dekkingsgraden in de krant staan, maar berichten over individuele vermogenshoogtes. 'Dan wordt het concreet.' Kool verwijst naar de nieuwe wet, waarin volgens hem de voorgeschreven maatstaven helder staan vermeld. 'Je moet dus denken in verwachte pensioenuitkeringen. Je moet 'liability aware' zijn. Je zet daarbij je projectierendement af tegen rendement en risico's.' De Geus: 'Het is een uitdaging om de getallen goed voor het voetlicht te krijgen, bij pensioenbesturen, maar vooral bij de deelnemers. Zeker als deze per jaar met de markt meegaan.'

Minimale en maximale risico

Monster wijst op het belang van de relatie tussen het projectierendement en het opgebouwde kapitaal en de uiteindelijke uitkering. 'Ga ik dat halen en realiseren? Daarbij geldt: hoe dichter bij de uitkeringsdatum hoe minder risico je als pensioenbelegger wilt nemen.' Klerkx: 'Dat is een grote uitdaging in het nieuwe stelsel. Hoe bepaal je het minimale en maximale risico dat je wilt en mag nemen? Dat bepaalt namelijk in grote mate hoe je je projectierendement berekent.'

Tol: 'De start van de lifecycle begint eigenlijk bij een hele grote vraag: wat wil ik deze deelnemer als pensioen bieden en

wat moet ik dan als rendement halen om die ambitie te realiseren? Premie, risico en rendement zijn dan de bouwstenen om de lifecycle neer te zetten.' Monster: 'Hierbij is ook de mate van renteafdekking per cohort een belangrijke stuurparameter.'

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Als vierde thema komt ESG oftewel Maatschappelijk Verantwoord Beleggen aan bod. Monster: 'Dit thema staat nu al bovenaan de agenda's van pensioenbesturen en pensioenbeleggers. Dat gaat niet veranderen als gevolg van het nieuwe pensioenstelsel. ESG kan gekozen worden omdat men verwacht dat het rendement verbetert of omdat men wil bijdragen aan de verbetering van het klimaat en de maatschappij. Het in het leven roepen van 'groene' of 'verantwoorde' modelportefeuilles, naast grijze portefeuilles, behoort tot de mogelijkheden. Hierbij heeft de individuele deelnemer zelf de keuze om een MVB-afweging te maken.'

Van de Kuilen wijst erop dat ESG ook deel kan uitmaken van de uitvraag bij deelnemers van pensioenfondsen. 'Als je de risicobereidheid uitvraagt, waarom zou je dit thema dan niet meenemen?' Kool: 'Ik ben het daarmee eens. Het risicopreferentie-onderzoek is een natuurlijk moment om deze vraag mee te nemen. Aanvullend: ESG is een mondiale trend. Overal in de wereld zetten institutionele beleggers enorme stappen naar ESG. Dat was in het defined benefit-systeem ook gebeurd. Het thema luidt dus onmiskenbaar een transitie in de portefeuille in.'

Integrale benadering

Noorman vindt dat ook bij ESG de integrale benadering te prefereren valt. 'Geen losse potjes, maar een complete portefeuille die je omzet naar ESG-profielen en klimaatbenchmarks. Dat biedt schaalvoordelen. De enige link die ik met het nieuwe pensioenstelsel zie, is dat het beide zware onderwerpen in de portefeuilles zijn. Daarmee concurreren deze thema's wat betreft het governancebudget.'

> 'ESG is zeker een gamechanger, ook in de bepaling van risico's in de beleggingsportefeuille.'

> 'Over zestig jaar beleggen kom je altijd op mooie rendementen uit. In die berekeningen zitten aannames waar je je vraagtekens bij kunt zetten.'

Tol: 'ESG is zeker een gamechanger, ook in de bepaling van risico's in de beleggingsportefeuille. Aandelen van 'grijze' bedrijven zijn of kunnen daarbij een hoger risico vormen en aandelen van 'groene' ondernemingen vormen wellicht weer meer een kans.'

Klerkx wijst op de overname van Actiam door 'zijn' Cardano. 'Bij Actiam hebben ze een gespecialiseerd ESG-team dat kan engagen met onze beleggingsteams, zodat we gezamenlijk meer impact kunnen maken met onze beleggingen. Natuurlijk gaan we met de trein als we bijvoorbeeld naar Londen moeten. We geven immers het goede voorbeeld. Maar de grootste impact maken we nog altijd via onze beleggingen.' Monster: 'Je kunt heel ver gaan in het integreren van ESG-uitgangspunten in je beleggingen. Tot aan het sturen op specifieke SDGs.'

Overall beleggingsbeleid

Van de Kuilen vraagt de deelnemers naar veranderingen in het overall beleggingsbeleid naar aanleiding van de intrede van het nieuwe pensioenstelsel. 'Aan welke veranderingen moeten we aandacht besteden? Ik wil voorkomen dat we bij de inrichting eerst de vloer leggen en er dan pas achter komen dat we kabels hadden moeten leggen.'

Klerkx: "Passief tenzij' is een mooi uitgangspunt om de transactiekosten zo laag mogelijk te houden. Het nieuwe stelsel heeft echter als risico dat je meer transacties moet doen om binnen de >

> ‘Het nieuwe stelsel biedt de mogelijkheid om meer risico te nemen omdat dit leeftijdsafhankelijk wordt toebedeeld. Je hebt dan dus niet te maken met collectieve risico’s op een daling.’

gewenste bandbreedtes qua risiconiveau per leeftijdscohort te blijven. Dat doet als vanzelf de kosten toenemen. Daarbij komt dat je in essentie niet gedwongen wilt worden tot veel transacties. Ik denk in elk geval dat er focus op de beleggingskosten blijft. Die focus is er al heel lang en die blijft ook in de toekomst cruciaal voor de inrichting van de beleggingsportefeuilles.’

Beleggingskosten

Monster denkt eveneens dat er druk op de beleggingskosten zal blijven. Tol vult aan: ‘We zien op dit moment dat veel van onze klanten laten onderzoeken wat de omvang van de kosten precies is en hoe hun kosten zich verhouden tot andere pensioenfondsen.’

De Geus wijst op de beleggingsbeginselen van een pensioenfonds. ‘Daar begint het, bij bestuur en fonds. Die beleggingsbeginselen veranderen niet als gevolg van het nieuwe pensioenstelsel.’

Noorman: ‘Dat is ook mijn belangrijkste punt. De investment beliefs zijn het begin. De keuze tussen actief en passief beleggen is ook niet alleen afhankelijk van de kosten, maar ook in het geloof dat je de markt met actief beleggen niet altijd beter kunt voorspellen dan met passief beleggen. Het actieve beleid zit tegenwoordig met name in de keuze van specifieke benchmarks en het ontwerpen van een eigen ESG-beleid.’

Beleggen op basis van visie

De Geus: ‘In principe is visieloos beleggen ook een belief. Maar de veelgebruikte, marktgewogen benchmark is het resultaat van beleggingen uit het verleden. Daarom moet de blik breder worden en moet je wellicht meer dynamiek in je beleid aanbrengen. Alles om aan voldoende kapitaal bij de pensioenuitkering te kunnen voldoen. Zo bekeken, zou je sowieso een visie op de beleggingsmarkt moeten neerleggen als pensioenfonds en pensioenbelegger.’

Geen vrijbrief

Van Rijn: ‘Het nieuwe stelsel is geen vrijbrief om je beleggingsovertuigingen ineens los te laten. Technisch gezien komt er als gevolg van het nieuwe stelsel meer ruimte om passend beleid te formuleren. Zo kan het beleggingsuniversum groter worden om daarmee meer rendement en diversificatie te kunnen behalen.’

De discussie verplaatst zich richting het invaarmoment naar het nieuwe pensioenstelsel toe. Klerkx: ‘Op de weg ernaartoe, met de finish in zicht, is er de behoefte de dekkingsgraad te beschermen. Voor zo’n tijdelijke bescherming, waarbij je het opwaartse potentieel wilt houden, kunnen opties een passend instrument zijn.’ Monster: ‘Het vreemde is hierbij wel: uitkeringen gaan in de nieuwe situatie continu meebewegen, maar in de weg naar die nieuwe situatie toe wordt een daling van de uitkeringen als een probleem gezien.’

De vraag is dan ook volgens Noorman of je, zoals hij een pensioenbestuurder recent hoorde zeggen, alvast links moet gaan rijden omdat je weet dat je in de toekomst naar Engeland gaat. Noorman: ‘Inderdaad. Het mandaat van het nieuwe pensioenstelsel moet nog ingaan. Je moet dus oppassen met voorsorteren. Om in deze vergelijking te blijven: eigenlijk weet je nog niet eens of je naar Engeland gaat.’ ■

IN HET KORT

De scheiding tussen de matching- en returnportefeuille hangt vooral af van de vraag of je gebruik gaat maken van feitelijk beschermingsrendement. De scheiding zal naar verwachting blijven, maar minder strikt en zou ook niet te strikt moeten zijn.

Elk cohort zal een apart renteafdekkingsbeleid krijgen. De renteafdekking zal bewegen van een diversifiërende rol in de opbouwfase naar een afdekkende rol naarmate de uitkeringsfase dichterbij komt. De afdekkingspercentages zullen worden geaggregeerd.

Het nieuwe stelsel is geen vrijbrief om de beleggingsovertuigingen los te laten. Die blijven maatgevend voor het beleggingsbeleid.

Het nieuwe stelsel draait om inflatiematching. Het rendement bepaalt of de pensioenuitkering mogelijk is. Infrastructuur kan over een lange beleggingshorizon inflatieprotectie bieden.

Om een koopkrachtig pensioen voor alle cohorten mogelijk te maken, zullen fondsen genoodzaakt zijn om voldoende risico te nemen. Dit zal naar verwachting een hoger collectief risicoprofiel met zich meebrengen.

ESG blijft een factor van belang, ook in de bepaling van risico’s in de beleggingsportefeuille.

Er zal druk op de beleggingskosten blijven.

Geen nieuws is goed nieuws

De 2022 Mercer CFA Institute Global Pension Index onderstreept het belang van inkomenszekerheid voor pensioengerechtigden. IJsland, Nederland en Denemarken halen in 2022 opnieuw de hoogste A-score.

De Mercer CFA Institute Global Pension Index beoordeelt jaarlijks de kwaliteit van pensioenstelsels wereldwijd. In 2022 vergelijkt deze graadmeter 44 landen waarin samen tweederde van de wereldbevolking woont. Centraal staan hoeveel pensioen het systeem biedt (adequaatheid) en de houdbaarheid en de opzet van het systeem (integriteit). In de analyse worden alle pensioenen meegenomen, dus zowel van de overheid (de AOW in Nederland) als pensioenen via pensioenfondsen of (andere) financiële partijen en individuele voorzieningen.

Het rapport beschrijft als belangrijkste trend de verschuiving van verantwoordelijkheid voor persoonlijke financiële stabiliteit na pensionering van werkgever en overheid naar het individu. Dit is het gevolg van de overgang van Defined Benefit-pensioenregelingen naar Defined Contribution-regelingen, in combinatie met een afname van financiële ondersteuning door de overheid. Juist in deze tijd van toenemende inflatie, stijgende rente en groeiende economische onzekerheid komt meer risico bij het individu zelf te liggen. Het is essentieel dat individuen de juiste keuzes kunnen maken om de maximale waarde uit hun steeds vaker individuele pensioenpot te halen. Het rapport benadrukt dat deze vragen wereldwijd spelen en dat beleidsmakers actief de pensioensystemen dienen te ondersteunen, te ontwikkelen en te reguleren.

Aanbevelingen uit het rapport zijn verder het introduceren van maatregelen die de genderkloof en verschillen met minderheidsgroepen tegengaan en maatregelen die voorkomen dat geld bestemd voor pensioenen voor andere doeleinden wordt gebruikt. Verder is het uiteraard van groot belang dat gepaste financiële educatie, guidance en onafhankelijk financieel advies beschikbaar zijn voor alle pensioendeelnemers.

Recente ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk onderstrepen het belang van een goede implementatie van pensioenbeleggingen. Als gevolg van een recente inflatie- en rentestijging gingen LDI-portefeuilles daar onderuit en zagen pensioenfondsen zich genoodzaakt portefeuilles liquide te maken om onderpand te kunnen verschaffen voor de rentederivaten. Een pensioensysteem met een B-score bleek zo kwetsbaar voor een plotselinge beleidsverandering.

Ook de A-score van Nederland kan nog beter. Het rapport vraagt aandacht voor de hoge schulden van huishoudens en benadrukt het belang van hogere participatie van ouderen op de arbeidsmarkt bij een stijgende levensverwachting. Om de verschillen in pensioenen tussen vrouwen en mannen te verbeteren, pleit het rapport voor een extra voorziening die een goed pensioen borgt voor de ouder die vanwege zorg voor de kinderen minder pensioen opbouwt.

Belangrijke voordelen van het Nederlandse pensioenstelsel zijn solidariteit, risicodeling en collectiviteit. Het nieuwe pensioencontract met individuele toedeling van pensioenvermogen geeft deelnemers direct inzicht in het opgebouwde kapitaal en het verwachte pensioeninkomen dat daarbij hoort. Als we de voordelen van het stelsel kunnen behouden en deelnemers meer grip geven op hun persoonlijke pensioensituatie, dan zal ons pensioenstelsel hoog blijven scoren op adequaatheid, houdbaarheid en integriteit. ■

Door **Felicia Canté,** Legal Counsel bij Van Lanschot Kempen, en **Alwin Oerlemans**, Head of Product Management bij APG Asset Management. Beiden zijn lid van de Advocacy Committee van CFA Society VBA Netherlands.

Marketing Communication for
Professional Investors only

Bonds we can count on

For over 50 years, we've been creating fixed income strategies to help investors through every market environment, so you can build the bonds that mean the most to you.

Access our unique approach and thought leadership.

Search PIMCO Cyclical Outlook ❯ https://nl.pimco.com/en-nl/

For Professional Investors Only. Investments in bonds can go up and down in value, so you could get back less than you put in. This is a marketing communication, this is not a contractually binding document and its issuance is not managed under any law or regulation of the European Union. This marketing communication does not include sufficient detail to enable the recipient to make an informed investment decision. Please refer to the Prospectus of the Fund to make final investment decisions. **PIMCO Europe Ltd** (Company No. 2604517) is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ©2022, PIMCO.

A company of **Allianz**

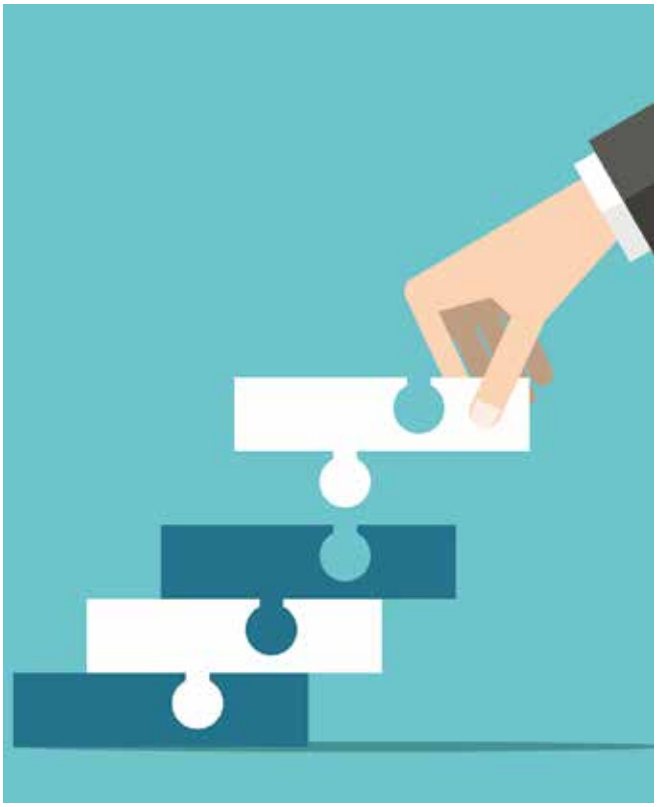
Bonds we can count on

Access our unique approach and thought leadership.

Search PIMCO Cyclical Outlook ❯ https://nl.pimco.com/en-nl/

PIMCO®

Nordic Credit enhancing Dutch pension fund portfolios



Not often can an ordinary Dutch pension fund add a new asset class to its portfolio and enhance its key portfolio metrics. With Nordic Credit (Nordic corporate bonds), however, this is possible.

Door *Juhamatti Pukka, Jani Kurppa* and *Jan Willem van Stuijvenberg*

Even though the Dutch are moving towards a new pension system, the current regulatory framework is still important. In this current framework, an allocation to Nordic Unrated and Rated Credit (NURC) would impact the pension fund's required capital (solvency buffers) as calculated by the so-called DNB S-Model.

Some pension funds have a high solvency ratio and are not constrained by the DNB S-Model, while for others the buffer requirements are a true constraint. For the latter group, the impact on required capital is an important variable when making the decision to invest in NURC. Basically – like an insurance company – these pension funds try to optimize the return on required capital.

Two alternatives for implementing an allocation to NURC

As a first step we investigate the regulatory repercussions of allocating to NURC. Analysing the impact from a regulatory perspective, we considered two alternatives for implementing a NURC allocation:

- Alternative 1: Fund a 5% allocation to NURC from cash.
- Alternative 2: Fund a 5% allocation to NURC from treasuries and equities denominated in euros – in a 50/50 ratio – while keeping the liabilities hedge ratio constant at 60%.

In the scenario of Alternative 1 – funding from cash – the total expected return for the typical pension fund goes up from 3.06% to 3.20%. The required capital though rises as well, from 15.95% to 16.26%. Because the total fund expected return rises sharper than the required capital, the return on required capital increases from 19.20% to 19.67%. This makes it interesting – from a regulatory perspective – to invest in NURC (funded by cash), since doing so improves the return on required capital.

Some pension funds might be extra constrained and therefore not eligible to raise the DNB S-Model required capital. When making investment decisions, they must always make sure the required capital does not increase. For these pension funds Alternative 2 – funding from treasuries and equities denominated in euros – is a possibility. In this alternative the expected return stays at 3.06% while the required capital goes down to 15.58%, implementing an increase in the return on required capital to 19.61%.

Looking at the two alternatives above, we can conclude that NURC is an interesting asset class from a regulatory perspective. One can increase the return on required capital by investing in NURC and, depending on the pension fund's situation and appetite, one can choose to

> 'On the regulatory side one can improve the return/required capital ratio, while from a solvency risk point of view one can improve the return/solvency risk ratio.'

ILLUSTRATION: SHUTTERSTOCK

increase or decrease capital requirements.

The impact on solvency risk and the expected return/ solvency risk ratio

So far for the regulatory point of view. As a next step, we investigate the impact on solvency risk and the expected return/ solvency risk ratio. Here, solvency risk is measured by the mismatch error which is the tracking error of the total pension fund's assets versus its liabilities priced at the so called Dutch UFR discount curve. Also from this perspective, allocating to NURC can be fruitful.

Looking at Alternative 1 again – funding the NURC allocation from cash – the expected return goes up from 3.06% to 3.20%. The mismatch error increases from 8.97% to 9.09%. Since the expected return shows a sharper increase than the mismatch error, the expected return/mismatch error ratio goes up from 34.14% to 35.20%. Here, the 5% allocation to NURC funded from cash improves the expected return/solvency risk ratio, making it a sensible and efficient decision.

As discussed, Alternative 1 might not be possible for all pension funds because of regulation. Alternative 2 – funding NURC from treasuries and equities denominated in euros – is an option for all pension funds and keeps the total fund expected return equal while reducing mismatch error.

This results the expected return/mismatch error ratio to increase to 34.80%. Here again allocating to NURC is beneficial from a total return/solvency risk perspective.

Conclusion

Based on this case study, we can conclude that for a Dutch pension fund it's certainly worthwhile to consider allocating to NURC. On the regulatory side one can improve the return/required capital ratio, while from a solvency risk point of view one can improve the return/ solvency risk ratio.

Figure 1 and Figure 2 show the key findings for a typical Dutch pension fund. For most pension funds the findings will be similar, but these of course depend on the specific assets and liabilities of each fund. ■

Disclaimer
The information provided in this article is not intended as investment advice, or as a solicitation to buy or sell financial instruments. This text is based on sources that Evli Plc considers correct and reliable. Evli Plc give no guarantee concerning the correctness, accuracy or completeness of any information, views, opinions, estimates or forecasts presented in this review. This publication, or any part thereof, may not be copied, distributed or published in any form without Evli Plc's written, advance consent. All rights reserved.

Juhamatti Pukka
Head of Fixed Income, Evli Fund Management Company

Jani Kurppa
Portfolio Manager, Evli Nordic Corporate Bond Fund

Jan Willem van Stuijvenberg
Investment Consultant and Business Owner, Van Stuijvenberg Financial Services

FIGURE 1: DNB S-MODEL IMPLICATIONS FOR NORDIC UNRATED & RATED CREDITS

Average Dutch Pension Fund	Base Allocation	Alternative 1 Allocation +5% NURC -5% Cash	Alternative 1 Allocation +5% NURC -5% Cash	Base Allocation	Alternative 2 Allocation +5.0% NURC -2.5% €Treas -2.5% Equity	Alternative 2 Allocation +5.0% NURC -2.5% €Treas -2.5% Equity
Total Fund Expected Return	3,06%	+0,14%	3,20%	3,06%	+0,00%	3,06%
DNB S Model Required Capital	15,95%	+0,32%	16,26%	15,95%	-0,37%	15,58%
Tot. Fund Exp. Return on Req. Capital	19,20%	+0,47%	19,67%	19,20%	+0,41%	19,61%
Δ Cap Charge / Exposure NURC	-	-	6,32%	-	-	-7,26%

Source: All calculations are provided by Van Stuijvenberg Financial Services.

FIGURE 2: SOLVENCY RISK IMPLICATIONS FOR NORDIC UNRATED & RATED CREDITS

Average Dutch Pension Fund	Base Allocation	Alternative 1 Allocation +5% NURC -5% Cash	Alternative 1 Allocation +5% NURC -5% Cash	Base Allocation	Alternative 2 Allocation +5.0% NURC -2.5% €Treas -2.5% Equity	Alternative 2 Allocation +5.0% NURC -2.5% €Treas -2.5% Equity
Total Fund Expected Return	3,06%	+0,14%	3,20%	3,06%	+0,00%	3,06%
Mismatch Error	8,97%	+0,12%	9,09%	8,97%	-0,19%	8,78%
Total Fund Expected Return / Mismatch Error	34,14%	+1,07%	35,20%	34,14%	+0,66%	34,80%
Surplus at Risk (95% Conf.)	578.905.213	4.175.546	583.080.759	578.905.213	-15.312.565	563.592.648
P(Solvency Ratio<85%)	0,49%	+0,03%	0,53%	0,49%	-0,07%	0,42%
Value at Risk (95% Conf.)	642.072.402	14.694.134	656.766.536	642.072.402	8.632.540	650.704.941

Source: All calculations are provided by Van Stuijvenberg Financial Services.

SUMMARY

Nordic credits are often officially unrated. That is why they offer higher return on similar credit risk.

The Nordic credit market is short in duration by nature, providing interesting diversification alternatives.

An ordinary Dutch pension fund can benefit from adding Nordic Credits to its portfolio from both a regulatory perspective and from a solvency risk point of view.

On the regulatory side, the return/required capital ratio is improved and considering the solvency risk, the return/ solvency risk ratio is improved.

PHOTOS: ARCHIVE EVLI FUND MANAGEMENT COMPANY, RUBEN ESHUIS PHOTOGRAPHY

EMD Hard Currency is een strategische beleggings-categorie

Beleggen in Emerging Market Debt is in de afgelopen decennia hard gegroeid en niet zonder reden. Dat zegt Thomas Haugaard, Portfolio Manager Emerging Markets Debt bij Janus Henderson.

Door *Harry Geels*

Thomas Haugaard

Portfolio Manager Emerging Markets Debt, Janus Henderson

Emerging Market Debt (EMD) biedt een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel, vergelijkbaar met dat van Amerikaanse high yield, maar dan met veel meer unieke diversificatiemogelijkheden vanwege de grote verscheidenheid aan landen met een hoog groeipotentieel, stelt Haugaard. De huidige marktomstandigheden rechtvaardigen volgens hem een neutrale visie op EMD Hard Currency (HC).

Even afgezien van de huidige marktomstandigheden: waarom is beleggen in EMD HC een goede beleggingspropositie en voor wie geldt dat dan specifiek?

'Laten we vooropstellen dat de beleggingscategorie in het verleden interessante voor risico gecorrigeerde rendementen heeft opgeleverd. EMD HC biedt bovendien diversificatie. Verder biedt de beleggingscategorie fundamenteel gezien de mogelijkheid om mee te doen met wat wij de 'bigger part of the economic activity in the world' noemen, met een potentiële exposure naar maar liefst zo'n tachtig landen, van hele grote zoals China, India en Brazilië, tot kleine frontier markets. Het zijn allemaal landen die onderling sterk verschillen wat betreft economische en politieke omstandigheden en ontwikkelingen. Deze grote groep landen bepaalt een groot deel van de wereldwijde economische groei in de wereld.

Ongeveer 25% van de marktkapitalisatie van EMD HC bestaat tegenwoordig uit frontiermarkten. Dit zijn doorgaans in economische zin nog kleine, maar wél sterk groeiende landen, die bovendien voor een actieve beheerder interessant zijn omdat ze meestal underresearched zijn. Wij menen hier onze toegevoegde waarde te kunnen tonen. Wij besteden veel aandacht aan ze, onder andere door zo'n vijfentwintig landen per jaar te bezoeken. De meeste institutionele beleggers vergelijken het risico-rendementsprofiel van de beleggingscategorie met die van high yield uit de Verenigde Staten.'

Worden de EMD-landen momenteel niet hard geraakt door de sterke dollar? En zijn Local Currencies (LC) niet een betere propositie?

'Dat hangt voor een deel af van de beleggingshorizon van de belegger. De meeste beleggers zien EMD HC als een strategische beleggingscategorie, eventueel met onderen overwegingen die afhankelijk zijn van hun visies op de asset class in vergelijking met alternatieven. Op dit moment is het voor risicovolle assets als EMD HC inderdaad een uitdagende marktomgeving. We zijn momenteel neutraal op EMD HC. De reden waarom we niet overwogen zijn, heeft te maken met het renteklimaat nu de Federal Reserve de rente sterk heeft verhoogd en waarschijnlijk nog wel een paar keer gaat verhogen. Ook de geopolitieke situatie en de duidelijke tekenen van een wereldwijde vertraging zijn van invloed. In het verleden waren renteverhogingen vooral een uitdaging voor opkomende markten en dat hebben we nu ook gezien.

De spreads zijn sterk opgelopen tot boven de 500 basispunten. De reden dat wij ondanks onze voorzichtige kortetermijnvisie niet onderwogen zijn, heeft te maken met de waarderingen, die aantrekkelijker zijn geworden. Willen beleggers daar overigens van profiteren in de vorm van nieuwe koersstijgingen, dan moet er eerst weer een risk-on omgeving ontstaan, die waarschijnlijk pas komt als de Fed weer minder streng monetair beleid gaat voeren. Het is verder gunstig dat veel centrale banken in opkomende markten een gezond beleid voeren en de oplopende inflatie ook zijn gaan bestrijden met hogere rentes. Eigenlijk tijdiger dan de westerse centrale banken dat zijn gaan doen. Wat betreft LC wil ik benadrukken dat het een andere beleggingscategorie is, bestaande uit veel minder landen, dus veel minder gespreid. Het hangt bij deze asset class veel meer af van wat er gebeurt in deze landen. Het voorzichtige monetaire beleid in Emerging Markets heeft de schade

‘De EMD-markt is volwassener geworden.’

aan de valuta’s beperkt, maar in het algemeen heeft de sterke dollar de meeste valuta’s in waarde doen dalen. Ook voor LC bestaat er dus aardig wat opwaarts potentieel in een meer risk-on omgeving. LC is meer een tactische beleggingscategorie, daar waar HC meer strategisch is.’

Wat vindt u van de waarschuwingen van het IMF en de Wereldbank over de schade die het verkrappende monetaire beleid van de Verenigde Staten in opkomende markten teweegbrengt?
‘Deze supranationale organisaties zullen altijd alarmbellen laten rinkelen. Vrij vaak zelfs. Dat is eigenlijk ook hun taak. Ze helpen opkomende landen als er problemen zijn. Drie opmerkingen wil ik hierbij maken. Allereerst zijn de problemen in sommige landen niet zozeer ontstaan door het verkrappende monetaire beleid alswel door de COVID-19-crisis. Ten tweede hadden zich in de probleemlanden over het algemeen al enorme afwaarderingen voorgedaan. Sommige van de distressed namen zijn juist nu weer interessant om op te pakken.

Ten derde hebben we in het verleden wel grotere EMD-crises gehad, bijvoorbeeld in landen waar problemen door besmetting vanuit andere landen overkwamen. Besmettingsgevaar is nu niet aan de orde. De meeste grote opkomende landen kunnen zichzelf tegenwoordig goed lokaal financieren en hebben nu betere en geloofwaardigere economische beleidskaders om schokken op te vangen. De EMD-markt is dus volwassener geworden.’

Hoe ziet jullie beleggingsproces eruit?
‘Om te beginnen is het goed eerst de beleggingsstrategie te benoemen, omdat die aan de basis van het proces ligt. Onze strategie is conservatief door erg gediversifieerd te zijn, niet al te grote landenafwijkingen versus de benchmark te hebben en binnen de landen ook weer goed gespreid te zijn, met een goede bottom-up-selectie gebaseerd op mispricings. Standaard dekken wij de duration af tegen de duration van de benchmark en dekken wij ook het FX-risico af. Kortom, we letten sterk op het durationrisico en dat risico is gelijk aan dat van de benchmark. Ons beleggingsproces, dat bestaat uit een gezonde mix van kwantitatieve ‘tools’ en kwalitatieve visies, bestaat uit vier stappen:

1. Een beoordeling van sovereign credit op basis van een eigen kwantitatief systeem.
2. Een waardering van de landen waarmee we kleine onder- en overwaarderingen bepalen.
3. Instrumentselectie, met toegang tot het hele universum.
4. De portefeuilleconstructie waarbij we dus, zoals gezegd, diversificatie nastreven en landen-bets beperkt houden.

Het is belangrijk te vermelden dat we een empirisch model hebben ontwikkeld waarin we per land de ‘impliciete markt rating’ voor de komende 18 tot 24 maanden kunnen inschatten. Figuur 1 schetst een typische cyclus die een land kan doormaken met betrekking tot de rating. We bepalen met het interne ratingsysteem niet alleen het niveau van het kredietrisico, maar ook de richting ervan. Dat we een dergelijk empirisch model hebben is belangrijk, omdat met behulp hiervan de analyse van de meer dan zeventig landen uit het universum mogelijk is.

Een kwalitatieve analyse blijft echter nodig. Niet alles is kwantificeerbaar. Er is soms wat tweaking nodig van de uitkomsten van het model, bijvoorbeeld als landen een beleidsverandering op fiscaal en monetair gebied of zelfs bredere hervormingsprogramma’s doorvoeren. Daarbij moeten we dan vooral vooruitkijken naar de waarschijnlijkheid en potentiële impact van deze veranderingen.’

Hoe wordt ESG geïncorporeerd?
‘In ons beleid staat het verkrijgen van een zo onpartijdig mogelijke en kwantificeerbare kredietrating van de landen centraal. >

‘De meeste grote opkomende landen kunnen zichzelf tegenwoordig goed lokaal financieren en hebben nu betere en geloofwaardigere economische beleidskaders om schokken op te vangen.’

FOTO: ARCHIEF JANUS HENDERSON

We hebben sinds we ruim negen jaar geleden onze beleggingsstrategie en ons beleggingsproces hebben ontwikkeld, eigenlijk nooit iets veranderd, ook niet toen steeds meer beleggers zich op ESG gingen richten. Wat bleek namelijk? We hebben altijd al, zonder dat in het begin zo expliciet te benoemen, ESG-criteria ingebouwd, omdat die empirisch belangrijk zijn bij het beoordelen van het kredietrisico van een land. Het bijzondere van onze hoge ESG-ratings is dat we die bereiken zonder landen uit te sluiten.

Klanten met mandaten kunnen overigens wel verdere uitsluitingen maken, maar het wat en het hoe zijn niet onze beslissing, omdat die worden bepaald door hun doelstellingen. De data met betrekking tot de S- en E-factoren zijn op landniveau overigens gebrekkig. De G-data zijn onder andere door de Wereldbank wel erg goed. We hebben empirisch vastgesteld dat de G-factoren erg bepalend zijn voor waar een kredietrating in de toekomst naartoe beweegt. De G-factoren blijken overigens ook sterk te correleren met de ontwikkelingen van de S- en E-factoren die daarmee dus indirect worden meegenomen. Na de 'schuldmatrix' heeft in ons kwantitatieve model de G-factor 'reguleringskader' het zwaarste gewicht.

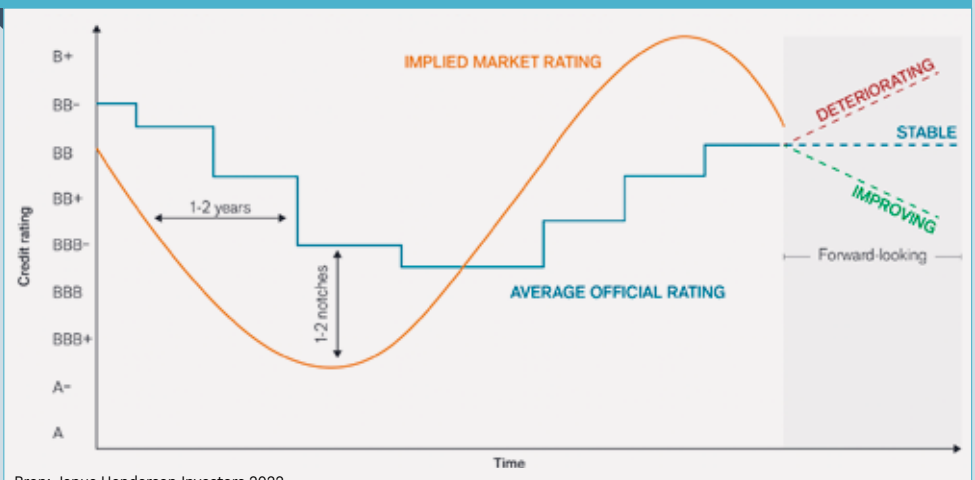
In EMD moet de belegger dus de kwaliteit van de governance begrijpen om de kredietkwaliteit van een land te doorgronden. Veel opkomende landen zijn evenwel aanzienlijk blootgesteld aan klimaatrisico's, zoals droogte en overstromingen. Deze risico's moeten uiteraard meegewogen worden en dat doen we in de kwalitatieve overlay met een zelf ontwikkelde E-index. Maar dat is dus vanuit een risicoperspectief en niet vanuit een moreel perspectief. Sociale issues nemen we ook mee in de kwalitatieve overlay, waar het overigens een belangrijke factor is omdat het overheidsbeleid er sterk door wordt beïnvloed. Tot slot doen we ook aan engagement. Als we landen bezoeken, proberen we als het lukt relevante beleidsmakers te spreken en hen ten positieve te beïnvloeden.'

Kunt u iets vertellen over de huidige regio- en sectorverdeling en de impact van de oplopende rente en inflatie?

'Onze huidige positionering is qua risico bijna neutraal. De gemiddelde rating en duration van onze strategie zijn vergelijkbaar met die benchmark. Maar dat wil niet zeggen dat we geen actieve beslissingen hebben genomen. Zo'n 25% van onze posities is off-benchmark en daar moet de alpha vandaan komen.

We hebben ook een aantal kernoverwegingen voor de langere termijn, zoals Mongolië, Benin, Oezbekistan, de Bahama's en Jamaica, waar de rating verbetert, onder meer doordat ze relatief grote grondstoffenexporteurs zijn, en een aantal kernposities, waarvan China, Peru, Kazachstan, Turkije en Hongarije onze grootste zijn. We hebben ook relatief veel quasi-sovereigns of supranationale posities, zoals de Afrikaanse Development Bank, met een hoge kredietkwaliteit.' ■

FIGUUR 1: DE IMPLICIETE MARKT RATING VAN OPKOMENDE MARKTEN



Bron: Janus Henderson Investors 2022.

IN HET KORT

EMD HC heeft in het verleden interessante voor risico gecorrigeerde rendementen behaald en biedt veel mogelijkheden tot diversificatie.

Het renteklimaat levert een uitdagende marktomgeving op voor EMD HC.

Het beleggingsproces bestaat uit vier stappen: (1) een eigen sovereign credit view, (2) een waardering van de landen, (3) instrumentselectie en (4) portefeuilleconstructie.

Het verkrijgen van een zo onpartijdig mogelijke en kwantificeerbare kredietrating van opkomende landen is essentieel.

De huidige risicopositionering is bijna neutraal.

Outlook: prevailing under pressure

Investors have reason enough for concern. Markets are volatile. Inflation is persistent. Recession risk looms. But there is a bright spot: with yields now higher, bonds are attractive again.

Geopolitical tensions, elevated market volatility and the fastest pace of central bank tightening in decades are contributing to an unusually uncertain economic environment. Shallow recessions across developed markets are most likely, especially in the euro area and the United Kingdom, which face disruptions from the war in Ukraine, although the real GDP in the US will also likely experience a period of modest contraction.

Core inflation rates that are above central bank targets now appear more entrenched. Although headline inflation is still likely to eventually moderate meaningfully over our cyclical horizon, it now looks likely to take more time. The combination of higher unemployment and stubbornly above-target inflation has put central bankers in a tough spot, but their overall actions to date suggest they are squarely focused on bringing inflation down.

Potential for capital gains

With higher yields across maturities, the case is now stronger for investing in bonds. We believe high-quality fixed income markets can now be expected to deliver returns much more consistent with long-term averages and we think the front end of yield curves in most markets already price in sufficient monetary tightening. For example, investors could combine exposure to high-quality benchmark yields – which have increased significantly in the past year – with select exposure to high-quality spread sectors. This might add potential alpha from active management.

Further, in addition to higher income potential, yields are high enough to provide the potential for capital gains. We expect that more normal negative correlations between high quality bonds and equities will re-assert themselves. At the same time, the higher yields offered in bond markets today could help compensate those who choose to wait out this period of uncertainty.

Caution is warranted

Still, caution is warranted, and if inflation is more sticky than we expect, central banks could be forced to hike rates by more than is priced in currently. If recessions are as shallow as we expect, then policymakers may be slow to cut policy rates to boost growth, given the high inflation starting point. Thus, in core fixed income portfolios, this is an environment where we are prepared to take the active and deliberate decision to reduce risk across a range of risk factors.

The anticipated real economic and financial market volatility will lead to attractive opportunities for investors with patience and fresh capital. The gap between private and public asset valuations remains extreme, but as private markets adjust and challenges become apparent across the corporate credit and real estate space, there should arise opportunities to potentially generate outsize returns. This is one of our highest conviction views. ■

By **Tiffany Wilding**, North American Economist, and **Andrew Balls**, Chief Investment Officer Global Fixed Income, both working at PIMCO

Disclosure
Alleen voor professioneel gebruik. PIMCO Europe Ltd (Registratie No. 2604517) is gereguleerd door de Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, London E20 1JN) in het Verenigd Koninkrijk. De services geleverd door PIMCO Europe Ltd zijn niet geschikt voor retailbeleggers. Zij kunnen in plaats daarvan contact opnemen met een financieel adviseur voor meer informatie. PIMCO is een merk van Allianz Asset Management of America L.P. in de Verenigde Staten en daarbuiten. © 2022, PIMCO Europe Limited.

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Slimmer beleggen voor een wereld die beter bij u past.

Bij Columbia Threadneedle Investments beleggen we om een verschil te maken in uw wereld.

Miljoenen mensen hebben hun vermogen, en daarmee hun financiële toekomst, aan ons toevertrouwd: in totaal hebben we EUR 572 miljard onder beheer. Wat voor wereld u ook wilt, met onze hulp kunnen uw doelen dichterbij komen. We doen dit door wereldwijd actief te zijn, veel aandacht aan onderzoek te besteden, te handelen vanuit een verantwoordelijkheidsbesef en ernaar te streven voortdurend verbeteringen aan te brengen.

columbiathreadneedle.nl/invest-smarter

Uitsluitend bestemd voor professionele beleggers
Columbia Threadneedle Investments, 30/06/22.
Belangrijke informatie: © 2022 Columbia Threadneedle Investments. Marketing communicatie.
Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle. In de EER: Uitgegeven door Threadneedle Management Luxembourg S.A., dat is ingeschreven in het Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) onder nr. B 110242. | 4962274

Is uw hypotheken-portefeuille nog optimaal ingericht?

Nederlandse hypotheken hebben zich de afgelopen jaren kunnen verheugen op veel interesse van institutionele beleggers. Het aanbod van beleggingsoplossingen is eveneens toegenomen. Dat geeft beleggers steeds meer mogelijkheden tot portefeuille-optimalisatie.

Door *Rajesh Sukdeo*

Sinds 2013 tonen beleggers een sterk groeiende interesse in hypotheken. Aangetrokken door de relatief hoge spreads op de Nederlandse hypotheekmarkt ruilden steeds meer pensioenfondsen hun dure Nederlandse staatsleningen of bedrijfsobligaties in voor beleggingen in Nederlandse hypotheken. Ook verzekeraars toonden in toenemende mate belangstelling voor deze beleggingscategorie.

Naast de aantrekkelijke hoge spreads wordt de interesse van verzekeraars ook verklaard vanuit de regelgeving. Solvency II, het toezichtkader voor verzekeraars, is relatief gunstig voor een directe belegging in hypotheken. Figuur 1 geeft de historische spreadontwikkeling weer sinds 2014. Beleggers hebben de afgelopen jaren kunnen profiteren van de hoge spreads op hypotheken.

De gekozen beleggingsoplossing hoeft echter niet meer aan te sluiten bij de huidige wensen op het gebied van bijvoorbeeld liquiditeit, krediet- en renterisico en duurzaamheid. We gaan in op de mogelijkheden voor portefeuilleoptimalisatie per onderwerp.

Liquiditeit

Institutionele beleggers die in hypotheken beleggen, kiezen voor een fondsoplossing dan wel een mandaatoplossing. Waar een mandaatoplossing het voordeel biedt om een portefeuille naar eigen inzicht samen te stellen, vormt de illiquiditeit van een dergelijke oplossing een nadeel. Het verkopen van een pakket directe hypotheken is geen sinecure.

Een fondsoplossing biedt in dat opzicht meer mogelijkheden. Participaties in een fonds zijn eenvoudig overdraagbaar. Bovendien kan gebruik worden gemaakt van de liquiditeit van het fonds. Bij een mandaatoplossing is de enige bron van liquiditeit de aflossingen door consumenten op de hypotheken om de allocatie te verminderen. Door de aflossing daalt automatisch de allocatie indien die niet wordt herbelegd.

Bij een fondsoplossing kan gebruik worden gemaakt van drie bronnen van liquiditeit: de ontvangen rente, aflossingen op hypotheken en eventuele intredingen van andere participanten. In het huidige economische klimaat, waarin beursgenoteerde beleggingen harder in waarde dalen dan private beleggingen, kan een allocatie naar een fondsoplossing een betere keuze zijn.

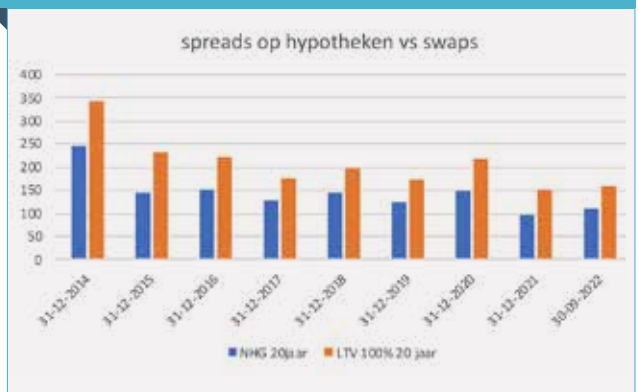
Een overweging naar hypotheken ten opzichte van de strategische allocatie kan in zo'n geval bij een fondsoplossing makkelijker worden hersteld. Het zijn vooral fondsen met een groot belegd vermogen die deze liquiditeit kunnen bieden.

Renterisico

Het inherente illiquide karakter van hypotheken betekent dat de gemiddelde looptijd van de hypotheekportefeuille in de tijd daalt nadat hypotheken zijn verstrekt. Zeker bij een mandaatoplossing zal de gemiddelde looptijd van de portefeuille dalen naarmate de hypotheekportefeuille ouder wordt. Bij een fondsoplossing kan de gemiddelde looptijd beter op peil worden gehouden zolang het fonds blijft groeien. Naarmate de groei afvlakt, zal de gemiddelde looptijd dalen. De duration van een nieuwe hypotheek met een looptijd van 20 jaar is ongeveer 7,5 jaar. Een hypotheek met een looptijd van 10 jaar heeft een duration van ongeveer 5,5 jaar. Hoewel de duration van de portefeuille langzamer zal dalen door het herbeleggen van de aflossingen en derhalve het toevoegen van nieuwe hypotheken, daalt de duration per saldo.

Een belegging in hypotheken wordt vooral gebruikt voor het afdekken van het renterisico van de verplichtingen, die vaak een gemiddeld hogere duration hebben. In dit geval kan

FIGUUR 1: DE HISTORISCHE SPREADONTWIKKELING VAN NEDERLANDSE HYPOTHEKEN



Bron: Syntrus Achmea Real Estate & Finance (2022).

het lonen om in een nieuwere portefeuille te beleggen om zo te profiteren van de hogere duration van nieuwe hypotheken. Dit sluit dan ook beter aan bij de vaak langere duration van de verplichtingen. Bijkomend voordeel is de hogere yield op langere hypotheken. De spread pickup tussen 10 jaar en 20 jaar is ongeveer 30 basispunten. Het hogere renterisico is minder relevant gegeven het feit dat hypotheken worden gebruikt om verplichtingen af te dekken.

Kredietrisico

Sinds 2013 is het in Nederland verplicht om af te lossen op een nieuwe hypotheek om nog in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek. Daarnaast kan bij een nieuwe hypotheek het percentage van de hypotheek waarop niet wordt afgelost (het aflossingsvrije gedeelte) maximaal 50% van de waarde van het onderpand bedragen. Sinds 2013 is er in Nederland sprake geweest van hoogconjunctuur die, in combinatie met een steeds lagere hypotheekrente, heeft gezorgd voor sterk gestegen huizenprijzen. Als gevolg hiervan is, in combinatie met de verplichte aflossing van nieuwe hypotheken die sinds 2013 georigineerd zijn, de Loan-to-Value (hypotheekschuld/woningwaarde) gedaald. Zij kennen derhalve een lagere risicopremie.

Voor beleggers die er bewust voor hebben gekozen om in hoge LTV-hypotheken te beleggen, kan het opportuun zijn om de inmiddels lage LTV-hypotheken in te ruilen voor nieuwe hoge LTV-hypotheken. Zo kunnen zij profiteren van het hogere rendement van hypotheken met een hoge LTV. Het verschil in spreads tussen hypotheken met een hoge LTV en een lage LTV is momenteel ongeveer 35 basispunten[1].

Voor beleggers die recent hebben gekozen voor een beleggingsoplossing die vooral bestaat uit hypotheken met een hoge LTV (om zo te profiteren van de hogere spreads) kan het interessant zijn om de portefeuillesamenstelling te heroverwegen en nu juist voor een oplossing te kiezen met een laag kredietrisico. Hoewel het spreadverschil tussen hypotheken met een hoge LTV en een lage LTV voldoende is om het hogere kredietrisico te compenseren, is het risico op wanbetaling toegenomen. Afhankelijk van de gewenste portefeuille kan het interessant zijn om te kiezen voor een portefeuillesamenstelling met een laag kredietrisico.

Duurzaamheid

Op het gebied van duurzaamheid kan een belegger in Nederlandse hypotheken zich onderscheiden door de keuze voor de hypotheekoplossing. Duurzaamheid speelt een steeds grotere rol bij de inrichting van de hypothekenportefeuille. Hierin zijn drie basiskenmerken te onderscheiden.

Allereerst kan ingezet worden op klantactivatie, waarbij de consument, met name door hem te informeren over kosten en opbrengsten, wordt geactiveerd om de woning te verduurzamen. Een tweede stap is het aanbieden van een rentekorting op het deel van de hypotheek dat gebruikt wordt voor het verduurzamen van de woning, of op de hele hypotheek wanneer het een duurzame woning betreft. Dit kan gezien worden als een financiële prikkel voor de consument om sneller te verduurzamen. Deze optie heeft impact op het rendement van de belegger en, in het geval van toenemende achterstanden, een lager risico. Daar staat een snellere verduurzaming tegenover.

Een laatste optie is het uitsluiten van hypotheken op niet-duurzame woningen. Op deze manier kan een uitsluitend duurzame portefeuille worden opgebouwd doordat de instroom van nieuwe hypotheken wordt beperkt tot hypotheken op duurzame woningen. Het nadeel van deze laatste optie is dat geen directe bijdrage wordt geleverd aan het oplossen van de klimaatproblematiek.

De eerste twee opties hebben meer impact, aangezien een bijdrage wordt geleverd aan het behalen van de klimaatdoelstellingen en aan het behalen van een maatschappelijk rendement. Afhankelijk van het beleggingsbeleid en de eigen investment beliefs kan een belegger een keuze maken op het gebied van duurzaamheid. Het is dan een afweging tussen meer rendement, minder risico in het geval van achterstanden, of meer impact op verduurzaming. ■

1 Het spreadverschil dient nog wel voor het effect van automatische rentedaling (de rente daalt automatisch bij aflossen) te worden gecorrigeerd. We schatten dit effect in tussen de 5 en 15 basispunten.

Rajesh Sukdeo

Fund Manager Hypotheken,
Syntrus Achmea
Real Estate & Finance

IN HET KORT

Hypotheken zijn nog steeds gunstig gewaardeerd ten opzichte van andere vastrentende waarden.

Ondanks verslechterde macro-economische vooruitzichten blijft het kredietrisico laag, mede dankzij de sterke betalingsmoraal.

Door de grote vraag naar hypotheken en de toegenomen expertise bij beleggers zijn steeds meer beleggingsoplossingen beschikbaar.

Het kan interessant zijn om met de huidige inzichten op het gebied van duurzaamheid, renterisico en kredietrisico de bestaande hypothekenportefeuille tegen het licht te houden. De diverse beleggingsoplossingen geven beleggers inmiddels een bredere keuze.

FOTO: ARCHIEF SYNTRUS ACHMEA REAL ESTATE & FINANCE

De opkomst van duurzame energie biedt enorme beleggings-kansen

De Europese vraag naar duurzame energie staat nog maar aan het begin van een periode van sterke groei. Beleggers in zonne- en windparken kunnen een stabiele, voorspelbare geldstroom met een zekere mate van inflatiebescherming tegemoet-zien, verwacht Barend Bloemarts van Schroders Greencoat Capital.

Door *Michiel Pekelharing*

Barend Bloemarts

Hoofd Investor Relations, Schroders Greencoat Capital

Op steeds meer plekken in Europese wateren verschijnen voorbij de horizon grote windmolenparken. De nieuwste molens zijn soms even hoog als de Eiffeltoren. De tip van een wiek draait rondjes met een snelheid die hoger ligt dan die van de Formule 1-wagen van Max Verstappen op het circuit van Zandvoort. Eén wiekslag van een turbine is voldoende om een gemiddeld huishouden een dag lang van stroom te voorzien.

Er zijn steeds meer van deze wiekslagen nodig om Europa voldoende stroom te bieden. De Europese Green Deal die eind 2019 werd gepresenteerd, heeft de opmars van groene energiebronnen serieus in beweging gezet. Het doel van het regelpakket is om ervoor te zorgen dat het continent uiterlijk in 2050 klimaatneutraal is. Dit jaar is deze beweging in een enorme stroomversnelling gekomen als gevolg van de oorlog in Oekraïne.

Investeringskans: bijna € 500 miljard tot 2030

De boycot van Russische olie en de wijze waarop dit land de gaskraan dichtdraait, maken het voor Europa belangrijker dan ooit om de energievoorziening in eigen hand te nemen. Dat gebeurt onder meer door de aanleg van een groot aantal nieuwe windmolenparken. 'De totale capaciteit van offshore parken in Europa gaat naar verwachting groeien van 16 gigawatt in 2022 naar circa 80 gigawatt in 2030', vertelt Barend Bloemarts, verantwoordelijk voor investor relations en fondswervingsactiviteiten bij Schroders Greencoat Capital. 'Er is naar schatting ongeveer 140 miljard euro nodig voor de aanleg van windparken op zee en ongeveer eenzelfde bedrag voor de uitbreiding van de capaciteit van zonne-energie van grofweg 180 gigawatt. Maar de grootste investeringen zijn nodig voor de windcapaciteit op land. Naar schatting stroomt daar de komende jaren ongeveer € 180 miljard euro aan kapitaal naar toe.'

Voor grote investeerders hoeft de uitbouw van de groene energie-infrastructuur lang niet zo riskant te zijn als het wellicht lijkt. 'De ontwikkeling van nieuwe parken is de meest risicovolle fase', aldus Bloemarts. 'Ontwikkelaars moeten al in het begin kosten maken voor de benodigde vergunningen en aanbestedingen, terwijl het dan niet zeker is of het park uiteindelijk gebouwd mag worden dan wel financieel haalbaar is. Het risicoprofiel verandert echter volledig op het moment dat een project bouwklaar is

FOTO: PETER PUTTERS, ILLUSTRATIE: SHUTTERSTOCK

'IN IERLAND WAAIT DE WIND ANDERS DAN IN FRANKRIJK'

Op de Britse thuismarkt is Schroders Greencoat Capital al bijna tien jaar een gevestigde naam voor institutionele partijen en specialist op het gebied van investeren in hernieuwbare energie. Schroders Greencoat Capital onderscheidt zich doordat het behalve financiële kennis ook veel operationele kennis in huis heeft in de vorm van een eigen team ingenieurs. Dat maakt het mogelijk om betere operationele beslissingen te nemen over bijvoorbeeld het onderhoud of het plaatsen van een batterij voor het opslaan van energie bij een bestaand park. Op de Britse thuismarkt staat de firma in de top-3 van grootste investeerders in wind- én zonnecapaciteit. In 2017 is Ierland als opstap gebruikt om de activiteiten uit te breiden naar continentaal Europa. Dat biedt volop kansen voor betere diversificatie, bijvoorbeeld omdat de wind in Ierland heel anders waait dan in Frankrijk. Bloemarts: 'Maar ook door lokale regelgeving en subsidies kunnen verschillen ontstaan die een belegging in een specifiek land interessant kunnen maken. Het grootste voordeel van de stap naar het Europese vasteland is echter de grotere schaalomvang.'

en de benodigde vergunningen en bouw- en leveringscontracten zijn ontvangen.'

Vaak inflatiebescherming ingebouwd

Alhoewel er tijdens de aanleg nog wel operationele risico's zijn, worden deze veelal gedekt door de bouwer. Het is echter een groot voordeel om als exploitant de juiste expertise in huis te hebben om het bouwproces te overzien en de risico's te beheersen. Ook het operationele risico tijdens de exploitatiefase is, met de juiste expertise, goed beheersbaar. Wind en zon zijn bewezen technologieën die genieten van een gratis hulpbron die goed te voorspellen is. Verder genieten de meeste projecten van langdurige leveringscontracten. Een looptijd van tien tot wel twintig jaar voor de opgewekte energie in de vorm van overheidssubsidies ofwel contracten met grote zakelijke afnemers is gebruikelijk. Daarin zit vaak ook een inflatiebescherming ingebouwd. Zodoende hebben exploitanten veel zekerheid over de toekomstige kasstromen.

Bloemarts: 'Hierdoor is het voor onze institutionele klanten, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, een interessant moment om in te stappen zodra een project bouwklaar is, terwijl het voor ontwikkelaars juist een goede exitmogelijkheid is. Zo spelen deze partijen vermogen vrij om te investeren in de aanleg van nieuwe projecten.'

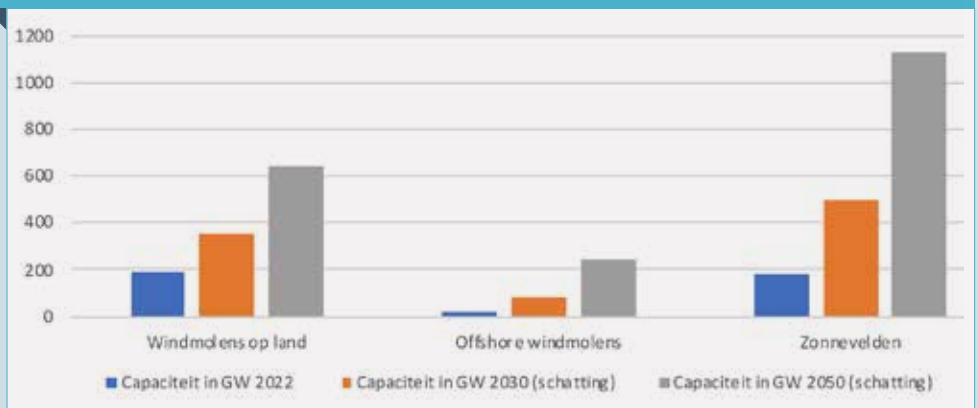
Unieke beleggingscategorie

Schroders Greencoat Capital is gespecialiseerd in het investeren in de bouw en de exploitatiefase. Daarvoor trekt de firma gebruikelijk kapitaal aan uit de private markets. 'Onze projecten kenmerken zich door een grote kapitaalinvestering, een zeer lange looptijd van vaak 30 à 35 jaar en een voorspelbare inkomstenstroom. Dat maakt duurzame energiegeneratie in zekere zin tot een unieke beleggingscategorie met een eigen risico-rendementsverhouding.' Momenteel bestaat de Europese portefeuille van Schroders Greencoat Capital uit 39 parken. Die zijn samen goed voor een capaciteit van 1,5 gigawatt en een geïnvesteerd vermogen van € 2,4 miljard. Bovendien zitten er projecten met een totale waarde van € 1 miljard euro in de pijplijn. Bloemarts is niet bang dat die pijplijn opdroogt als de strijd in Oekraïne uitdooft en de gasleveranties op enig moment normaliseren. 'De omschakeling van fossiele brandstoffen naar zonne- en windenergie is de eerste stap in de klimaattransitie.'

Volgens hem gaat de vraag over enkele jaren sterk toenemen, omdat er behalve voor het bestaande elektriciteitsnet ook stroom nodig is voor allerlei nieuwe toepassingen. 'Daarbij kun je denken aan de opmars van elektrisch rijden, maar bijvoorbeeld ook aan warmtepompen. Dit soort technologieën profiteren in veel Europese landen van subsidies en duurzame regelgeving. Op de langere termijn kan de groei van zonne- en windenergie worden aangewakkerd door innovatie. In dat opzicht springt vooral de ontwikkeling van nieuwe technieken om energie op te slaan eruit.

Zodra we niet meer afhankelijk zijn van fossiele brandstoffen om de tijdelijke productiedippen op te vangen als het windstil is en de zon niet schijnt, gaan we écht een slag maken.' ■

FIGUUR 1: ZONNE- EN WINDENERGIE IN EUROPA ALS BELEGGINGSKANS



Bron: Schroders Greencoat Capital, 2022.

IN HET KORT

De energiecrisis brengt de opkomst van zonne- en windenergie in een stroomversnelling.

Zonne- en windparken genereren een voorspelbare kasstroom met inflatiebescherming.

Schroders Greencoat Capital biedt institutionele beleggers toegang tot deze markt.

The challenges of balancing 'alternative credit' and liquidity

Investing in illiquid credit securities has risen sharply since 2008. However, there are several issues around liquidity when making long-term investments in this area.

By *Martin Reeves*

Since the Great Financial Crisis, more leveraged credit has been created than ever before. Is this an unintended consequence of the global move to reduce risk across capital markets? For those of us working in the industry in 2008, one of the main challenges the market faced was managing illiquid securities. Cut to 2022, and these are exactly the securities that dominate the world of leveraged credit.

In a mature financial system, the availability of a wide-ranging set of borrowing solutions is a positive. From a systemic perspective, the disintermediation of the banks and the reduction of financing costs are positives if we seek a growing economy.

However, history shows that asset classes that enjoy periods of rapid growth will eventually be tested. Some of the many problems of 2008 emerged from the rapid rise of an alphabet soup of structured products that were highly rated, but whose underlying fundamental cashflows were opaque. It has proven to be a mistake to assume liquidity is correlated to higher credit quality.

Bonds versus loans

The challenge of loans and direct lending is the ease – or otherwise – of buying and selling those claims. In UCITS' terms, the lack of certain settlement dates and uncertainty of an available market make them hard to include in publicly quoted pooled funds.

Meanwhile, the high yield bond market has been

ILLUSTRATION: SHUTTERSTOCK

‘The challenge is to hold enough to take advantage of low price volatility, while still balancing the lack of readily available liquidity.’

overtaken by leveraged loans and in the last decade a material amount of direct lending has emerged. There is limited data on this market, but some estimates have concluded that in the US it is already approaching the size of the domestic high yield bond market.

One of the drivers of this growth has been the increase in single B rated issuance, previously the purview of high yield bonds. This has led to fewer companies using bonds. At the same time, the credit quality of high yield bonds has risen with more BB issuance and the quality of loans has deteriorated with more single B issuance.

Given the lack of liquidity one can argue that private lenders need to do more due diligence and stress testing given they are generally locked in until redemption. Loans and direct lending have a place in most diversified portfolios. The challenge is to hold enough to take advantage of low price volatility while still balancing the lack of readily available liquidity.

What happens when the music stops?

History shows that some will be caught out by the missing liquidity. This is not always due to problems with the fundamentals of the credit, but might be caused by issues elsewhere in multi-asset portfolios. Normally, when a strategy suffers a drawdown and the more liquid securities are sold first, this increases the proportion of illiquid securities beyond what was intended. Some illiquid alternatives can withstand quite a lot of strain and credit testing, but this does not mean they can be sold to raise cash.

The question is whether this creates systemic risk. The disintermediation of the banks as a result of the growth in alternative credit should be appealing. The challenge that we anticipate is when impairment rises for loans and direct lending when there is a coincidental rise in the demand for liquidity.

‘The challenge is when impairment rises for loans and direct lending when there is a coincidental rise in the demand for liquidity.’

High yield bonds have been proven to survive crises and default cycles. CLOs and leveraged loans got through 2009 owing to strong fundamentals going in: this worked well for clients who were not forced sellers. All three parts of the leveraged credit world – rated bonds, loans and private credit – are likely to experience similar default rates, but only one of these will be able to provide daily liquidity.

In illiquid markets, investors must understand that they are locking away their capital for a period. So liquidity planning is critical, and that’s where liquid credit comes in. Loans and direct lending of this size have also not been tested by a major financial crisis, whereas liquid credit has more of a track record. The casualties along the way serve as a reminder to investors when they look back that illiquid securities have their place in a portfolio, but during periods of stress they will not provide the same liquidity as high yield bonds. ■

Disclosure
For professional investors only. Not to be distributed to retail clients. Capital at risk.
Past performance is not a guide to the future. The value of an investment and any income taken from it is not guaranteed and can go down as well as up, you may not get back the amount you originally invested. Assumptions, opinions and estimates are provided for illustrative purposes only. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass.
Important information
The information contained in this document (the ‘Information’) has been prepared by LGIM Managers Europe Limited (‘LGIM Europe’), or by its affiliates (‘Legal & General’, ‘we’ or ‘us’). Such Information is the property and/or confidential information of Legal & General and may not be disclosed by you to any other person without the prior written consent of Legal & General. No party shall have any right of action against Legal & General in relation to the accuracy or completeness of the Information, or any other written or oral information made available in connection with this publication. Any investment advice that we provide to you is based solely on the limited initial information which you have provided to us. No part of this or any other document or presentation provided by us shall be deemed to constitute ‘proper advice’ for the purposes of the Investment Intermediaries Act 1995 (as amended). Any limited initial advice given relating to professional services will be further discussed and negotiated in order to agree formal investment guidelines which will form part of written contractual terms between the parties. The Information has been produced for use by a professional investor and their advisors only. It should not be distributed without our permission.

Martin Reeves

Martin Reeves,
Head of Global High Yield,
Active Fixed Income,
Legal & General Investment Management

SUMMARY

Since the Great Financial Crisis, more leveraged credit has been created than ever before.

The high yield bond market has been overtaken by leveraged loans and in the last decade a material amount of direct lending has emerged.

Given the lack of liquidity one can argue that private lenders need to do more due diligence and stress testing given they are generally locked in until redemption.

In illiquid markets, investors must understand that they are locking away their capital for a period. Liquidity planning is critical.

PHOTO: ARCHIVE LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT

Understanding green bond performance in market setbacks

Green bonds have gained a reputation for providing better downside mitigation than their conventional peers. But this year, green bonds' defensive performances were mixed. What does this mean for investors?

By *Erin Bigley* and *Tiffany Wong*

We believe that the greater performance dispersion we've seen so far in 2022 makes a strong case for an active approach to investing in green bonds. With so many green bonds outstanding today, investors need sharper insights to help differentiate among them and to better understand each bond's performance characteristics.

Getting a grip on the greenium

Green bonds have typically been more highly valued than their conventional counterparts, and consequently have generally traded at somewhat higher prices and lower yields.

Expressed differently, a green bond typically exhibits a negative yield premium to conventional peers, also known as a greenium. When a green bond's greenium gets bigger (the negative yield premium becomes more negative), it outperforms comparable conventional bonds. So growth of the greenium is positive for a green bond's performance.

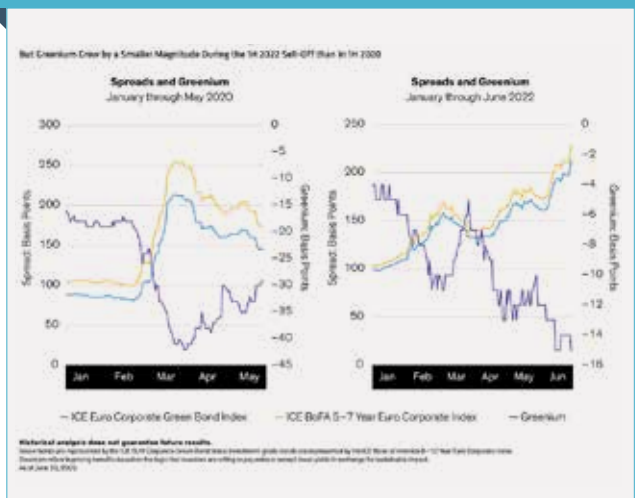
While in the 2020 risk-off period greeniums grew in lockstep, in 2022 greeniums moved to a lesser extent (see Figure 1) and with greater dispersion. In a minority of cases, green bonds didn't outperform at all.

Market data across a hundred representative euro-denominated corporate bonds show significant dispersion in performances across green bonds in the year to date. Although 80% of issuers saw their greeniums become more negative in the first half of the year (thus outperforming their conventional counterparts), 20% didn't. They so displayed no favorable downside mitigation characteristics (see Figure 2).

What's more, of the 80% of green bonds that saw their greenium increase, the magnitude of the changes differed materially, ranging from a few basis points (modest downside mitigation) to half a percentage point (strong downside mitigation).

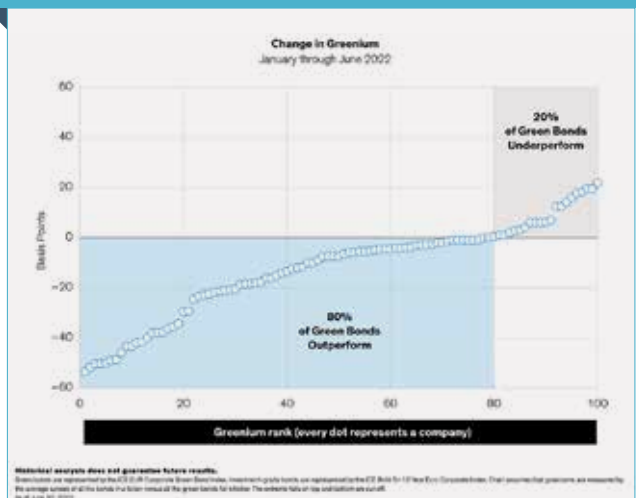
This market behavior makes a compelling argument for an active approach to green bond investing and reinforces the idea that not all green bonds should be regarded as equal. In fact, we recently set out a comprehensive framework to analyze green bonds and other ESG-labeled structures.

FIGURE 1: GREEN BONDS CAN STILL PROVIDE DOWNSIDE MITIGATION



Source: Bloomberg, ICE Green Bond Index data and AllianceBernstein.

FIGURE 2: RISING PERFORMANCE DISPERSION WARRANTS DILIGENT DIFFERENTIATION



Source: Bloomberg, ICE Green Bond Index data and AllianceBernstein.

Bond market changes drive more differentiated performances

Does that mean that green bonds' defensive characteristics are eroding? Not necessarily. We think that green bonds can still offer favorable risk-mitigating characteristics relative to their conventional peers, but investors need to allow for several changes in bond markets that result from the increasing popularity of responsible investing. Although these will likely impact the size of the greenium, they are also helping to create a larger, broader universe of green bonds.

These are the four most notable trends in the green bond market:

1 **Increased issuance**
Green investing is moving into the mainstream. As the market matures, we have seen a significant increase in green bond issuance resulting in less scarcity value being assigned to some of these bonds, creating a more balanced dynamic between supply and demand.

2 **Wider sector representation**
Higher issuance has also led to green bonds being issued across a wider range of sectors. Accordingly, the composition of the green bond universe has also changed over time: more skewed to cyclical sectors, less skewed to more stable sectors like utilities. This may have resulted in a higher sensitivity to changes in the growth environment in the first half of 2022 than during the first half of 2020.

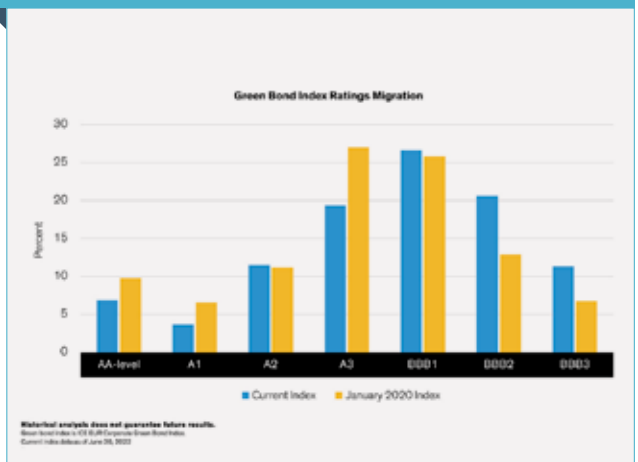
3 **Lower average ratings**
Increased issuance has created greater depth and diversity in the green bond market, not only across sectors but also across quality tiers. This has resulted in a lower average rating for green bonds (see Figure 3) and consequently higher credit sensitivity. This may have contributed to a decrease in the resilience of green bonds overall during risk-off periods in 2022.

4 **Wider investor base**
Investor demand has changed too. The buyer base has expanded for green bond structures. Demand is consequently no longer driven solely by investors with longer-term horizons, such as institutions. More investors are embracing responsible investing and responding to changes in the regulatory environment, such as in the context of the SFDR in the EU.

Over time, we would expect investors to become less willing to pay a greenium for weaker structures, particularly where the use of proceeds is only loosely linked to eligible green projects, or where the issuer and its industry could be more susceptible to greenwashing allegations. Conversely, strong issues should be more likely to continue to attract a buyer base willing to pay a greenium for quality bonds. These include, for instance, green bonds that have full EU Taxonomy alignment and whose issuers have very strong sustainability credentials.

We think that investors can still find green bonds with defensive characteristics. But we have also observed that the breadth and depth of the green bond market has significantly increased. That means investors need to differentiate more rigorously between green bond structures, based on careful evaluation of the characteristics of each individual issue. ■

FIGURE 3: GREEN BONDS INCLUDE MORE BBB-RATED ISSUES SINCE 2020



Source: Bloomberg, ICE Green Bond Index data and AllianceBernstein.

Erin Bigley
Chief Responsibility Officer and Member of the Operating Committee, AllianceBernstein

Tiffany Wong
Senior Vice President and Director of Fixed Income Responsible Investing Portfolio Management, AllianceBernstein

SUMMARY

Green bonds have traditionally outperformed their conventional counterparts.

In 2022 the defensive performances of green bonds have been mixed.

That does not necessarily mean that green bonds' defensive characteristics are eroding.

Changes in the market can be attributed to the increased issuance of green bonds, a wider sector representation, lower average ratings and a wider investor base.

A careful evaluation could help investors differentiate between green bond structures.

PHOTOS: ARCHIVE ALLIANCEBERNSTEIN

Private debt zal mainstream blijven

Door *Hans Amesz* Fotografie *Cor Salverius Fotografie*

De afgelopen jaren waren positief voor private debt. Maar met een recessie op komst is het nu de vraag hoe beleggers de risico's en de illiquiditeit van private debt in de toekomst zien. Gaan beleggers zich richten op de minder risicovolle en meer gediversifieerde strategieën binnen de private debt markt?

Wat verstaan jullie onder private debt? Welke categorieën vallen eronder, welke stakeholders participeren erin en wat is hun rol?

Stuart Hitchcock: 'Private debt is meestal niet beursgenoteerd. Het betreft beleggingen die overwegend worden aangehouden in de vorm van obligaties of leningen, in de meeste gevallen tegen een vaste rente, hoewel een variabele rente ook mogelijk is. Ze worden bijna altijd gekocht door buy-and-hold-beleggers, zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Er is geen minimale transactieomvang. De omvang varieert van een paar honderdduizend tot meerdere miljarden dollars, afhankelijk van de aard van de lener en zijn kredietkwaliteit. Je kunt de financiering afstemmen op het gewenste cashflowprofiel, de beoogde valuta en de gezochte looptijd. De tegenprestatie van private financiering is het bieden van structurele bescherming in de vorm van financiële convenanten. De financiering kan al dan niet gedekt zijn, hetgeen afhankelijk is van de asset class en de uitgever. Elke type emittent heeft toegang tot de markt, van kleine private sub-investment grade bedrijven tot de allergrootste investment grade multinationale organisaties.'

Hikmet Sevdican: 'Ik denk dat eigenlijk alles wat een liquiditeitspremie biedt ten opzichte van publieke kapitaalmarkten, voor beleggers private debt is.'

Ronald Verhagen: 'Ik zie debt in zijn algemeenheid als een spectrum. Aan de ene kant heb je de bekende publieke categorieën zoals high yield of investment grade, aan de andere kant zijn er de bekende voorbeelden van private debt, zoals direct lending en SME-loans. Daartussenin liggen bijvoorbeeld mortgage-backed securities en CLOs. Die zijn in wezen onderliggend opgebouwd uit illiquide leningen en tot stand gekomen tussen private partijen. Vervolgens zijn deze leningen verpakt in liquide verhandelbare effecten in publieke markten.'

Gianpaolo Pellegrini: 'Een ander kenmerk van wat over het algemeen als private debt wordt beschouwd, is dat de leningen gewoonlijk worden verstrekt door institutionele beleggers, in tegenstelling tot de balansschulden van een bank. Eigenlijk is ook de markt van bankleningen privaat en zijn co-investeringen tussen banken en private debt-fondsen mogelijk in wat wij parallelle leningen noemen.'

Salim Jaffer: 'Private markets beleggers moeten nadenken over de verschillende segmenten van de private debt-markt en over de vraag naar en het aanbod van kapitaal in elk segment daarvan. Dit is des te belangrijker gezien het feit dat privaat kapitaal is ingesprongen waar banken zich terugtrokken op het gebied van zakelijke kredietverlening. Maar in de meer esoterische delen van de private debt-markt hebben traditionele kredietverstrekkers, niet alleen banken, zich na de wereldwijde financiële crisis in groten getale teruggetrokken, waardoor er financieringsgaten ontstonden.'

Guy Israel: 'Private debt representeert de niet-publieke kant van de markt. Binnen de private debt-markt zijn de banken goeddeels verdwenen, terwijl het marktaandeel van institutionele kredietverstrekkers op de particuliere debt-markt daarentegen aanzienlijk is toegenomen. In de huidige markt is de lenerskant, en dus uiteindelijk het kredietrisico, het belangrijkst.'

Cécile Mayer Lévi: 'Private debt is ontstaan als gevolg van positieve en negatieve factoren. Een positieve factor was de groeiende behoefte aan een alternatieve financieringsbron, wat gezien kan worden als een onderdeel van een wereldwijde trend om ondernemingen met privaat geld te financieren. Maar negatief was dat private debt natuurlijk ontstond toen banken zich begonnen terug te trekken na de Global Financial Crisis van 2007-2008. Private debt werd aanvankelijk gezien als schaduw>

Voorzitter:

Marthe Tuinstra,
Shell Asset Management Company

Deelnemers:

Stuart Hitchcock,
Legal & General Investment Management
Guy Israel,
MV Credit (onderdeel van Natixis Investment Managers)
Salim Jaffer,
PIMCO
Cécile Mayer Lévi,
Tikehau Capital
Gianpaolo Pellegrini,
Muzinich & Co
Hikmet Sevdican,
Rabo Fund Management
Ronald Verhagen,
AF Advisors

VOORZITTER

Marthe Tuinstra

Marthe Tuinstra is sinds oktober 2021 Senior Portfolio Manager External Mandates bij Shell Asset Management Company. Daarvoor werkte zij als Senior Portfolio Manager Alternative Fixed Income binnen het External Mandates Team van PGB Pensioendiensten (voorheen Timeos). Eerder bekleedde zij commerciële functies bij AXA en GSAM. Tuinstra behaalde een Bachelor of Economics en een Master of Financial Economics aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.

Stuart Hitchcock

Stuart Hitchcock is Head of Portfolio Management Private Credit bij LGIM. Voordat hij daar begin 2018 in dienst trad, richtte hij voor New York Life Investors het internationale kantoor voor beleggingsbeheer op. Hij behaalde onder andere een PhD aan de Universiteit van Southampton en een Executive MBA aan de Judge Business School (University of Cambridge).

Guy Israel

Guy Isreal is Directeur bij MV Credit, een onderdeel van Natixis Investment Managers. Hij trad daar in 2014 in dienst als lid van het investeringsteam. Eerder werkte hij in het UK Mergers and Acquisitions Team bij Barclays Capital in Londen, met de nadruk op private en publieke transacties in EMEA. Hij behaalde een BSc (First Class) in Accounting & Finance aan de Universiteit van Warwick.

Salim Jaffer

Salim Jaffer is een Senior Vice President en Productstrateeg gericht op de alternatieve beleggingsstrategieën bij PIMCO. Eerder was hij onderdeel van het accountmanagementteam voor de institutionele klanten in het Verenigd Koninkrijk en Ierland. Daarvoor was hij Productspecialist op het gebied van investment grade, high yield en multi-sector credit.

Cécile Mayer Lévi

Cécile Mayer Lévi is sinds 2013 in dienst bij Tikehau Capital als Hoofd Private Debt. Zij werkte eerder bij Ardian (voormalig AXA Private Equity) en begon haar carrière in 1988 bij Merrill Lynch (Corporate Finance en M&A). In 1991 trad ze toe tot Elig, een private equity fund in Frankrijk. In 2001 verschoof haar focus richting mezzanine debt en werd zij benoemd tot Investment Director bij Omnes.

Gianpaolo Pellegrini

Gianpaolo Pellegrini is Managing Director Private Markets bij Muzinich & Co. Hij is verantwoordelijk voor de investeringen en het beheer van de Parallel Lending-strategie en maakt deel uit van de investeringscomités voor zowel de Parallel Lending- als de Capital Solutions-strategieën. Hiervoor werkte Pellegrini bij Mediobanca, meest recentelijk als Hoofd UK Debt Origination in Londen.

Hikmet Sevdican

Hikmet Sevdican is CEO van Rabo Fund Management en is verantwoordelijk voor het beheer en beleggingen in Nederlandse woninghypotheken. Hij heeft in 2018 Vista Hypotheken opgezet om woninghypotheken beschikbaar te stellen voor institutionele beleggers. Sevdican is in 2001 begonnen in de fixed income vermogensbeheerindustrie bij APG en Robeco, waarna hij Co-Founder en Managing Partner was bij Dynamic Credit Partners Europe.

Ronald Verhagen

Ronald Verhagen is een Senior Consultant bij AF Advisors. Hij houdt zich voornamelijk bezig met projecten op het gebied van investment consultancy en duurzaamheid. Verhagen heeft een MSc International Finance van de Universiteit van Amsterdam. Hij is sinds 2021 werkzaam bij AF Advisors en heeft zeven jaar ervaring in de sector.

‘In een omgeving van stijgende rentes worden de strategieën met de langste looptijden het hardst geraakt. Andere strategieën, die met een lage duration en variabele rente, zijn beter beschermd in zo’n omgeving.’

FOTO'S: COR SALVERIUS FOTOGRAFIE, BEHALVE FOTO STUART HITCHCOCK: ARCHIEF LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT, FOTO GUY ISRAEL: ARCHIEF MV CREDIT

bankieren en kwam geleidelijk in de schijnwerpers te staan om mainstream te worden. Private debt verwijst, in tegenstelling tot bankfinanciering, meestal naar de middellange tot lange termijn en naar bulletfinanciering, aangehouden door private debt-fondsen, die worden beheerd door managers met een beleggersmentaliteit, in tegenstelling tot een meer siloachtige aanpak zoals bij een bank.'

Is de interactie tussen lener en kredietverstrekker veranderd doordat er mogelijk een recessie aankomt? Gaat de belegger een dominantere rol spelen in de toekomst?

Hitchcock: 'Recessieomstandigheden brengen kansen met zich mee, maar ook risico's. In de loop der jaren heb ik tijdens moeilijkere economische omstandigheden onder meer gezien dat institutionele beleggers meer waarde hechten aan het soort structurele bescherming dat bij private debt-beleggingen wordt geboden.'

Lévi: 'Ja, de onderhandelingsmacht is weer in het voordeel van de kredietverstrekkers als gevolg van de schaarste aan beschikbare financiering en van hung syndicats.'

Wat zijn de voordelen en risico's van beleggen in private debt?

Jaffer: 'Beleggers die alloceren naar private debt, zoeken doorgaans toegang tot niettraditionele bronnen van rendement als bron van diversificatie van hun beleggingsportefeuille, met name ten opzichte van het aandelenrisico.'

Verhagen: 'Sommige alternatieve credit- of private debt-strategieën hebben voorspelbare kasstromen die kunnen worden afgestemd op de verplichtingen van een institutionele belegger. Specifieke sub-asset classes, bijvoorbeeld hypotheken, hebben een langere looptijd. Die passen daarmee typisch bij de verplichtingenstructuur van pensioenfondsen.'

Hitchcock: 'Het liquiditeitsrisico is op dit moment heel relevant door de gebeurtenissen in de wereld. Op portefeuillebasis kan het liquiditeitsrisico goed worden gemanaged, kijkend naar de looptijden en de aard van de assets waarin wordt belegd. Bovendien zijn private beleggingen, met name op het gebied van investment grade, meer liquide dan men denkt.'

Sevdican: 'Gebrek aan beschikbare assets om te investeren in illiquide markten is zeker iets waar je aan moet denken, vooral ook wanneer de spreads krap zijn.'

Jaffer: 'Naast het liquiditeitsrisico houdt private debt een complexiteitsrisico in, aangezien het gaat om niet-publiek verhandelde assets die een onafhankelijke kredietbeoordeling en -acceptatie behoeven. In sommige gevallen kan private debt ongedekt zijn. Op de markt voor consumentenkredieten kunnen posities bijvoorbeeld de vorm aannemen van portefeuilles van ongedekte leningen aan kredietnemers. De toegang tot en de analyse van dit marktsegment vereist specifieke kennis en is data-intensief, hetgeen een complexiteitspremie oplevert.'

Lévi: 'Als voordeel zie ik een risicopremie met een hoger verwacht rendement voor gedekte senior financiering, meestal met convenanten en een variabele rente. Als risico zie ik een liquiditeits- en waarderingsrisico, aangezien er per definitie nog geen harmonisatie is van de waarderingsmethodes en de interpretaties van de reële marktwaarde voor onderhandse leningen.'

Wat kan private debt doen in een verzekeringsportefeuille?

Hitchcock: 'Private debt stelt je in staat te diversifiëren, onder andere per kredietnemer, asset class, sector, subsector, geografie en valuta. Binnen een verzekerings- of pensioenportefeuille kan private debt worden gebruikt voor cashflow-gedreven beleggingsstrategieën, waarbij de kasstromen van verplichtingen goed op elkaar aansluiten.'

Pellegrini: 'Als je het voor risico gecorrigeerde rendement van private debt beoordeelt, is het voor verzekeringsportefeuilles zeer interessant in vergelijking met andere beleggingsstrategieën. Met name de Solvency Capital Requirements worden geminimaliseerd door een hoge mate van diversificatie, granulariteit van de portefeuille, een kortere gemiddelde looptijd en sterk ongecorreleerde securities. Daarom zijn wij van mening dat de strategieën die zich binnen private debt op deze kenmerken richten – zoals parallelle leningen – bijzonder aantrekkelijke kapitaalefficiënte rendementen bieden voor verzekeringsportefeuilles.'

>

Hoe is de markt van private debt in de afgelopen vijf jaar veranderd en welke rendementen hebben we gezien in de verschillende categorieën binnen private debt?

Lévi: 'Private debt is nu, in tegenstelling tot de begindagen, echt mainstream geworden. Dat betekent dat er een heel netwerk en systeem achter zitten. Daarom komen er ook steeds meer investeerders en meer en meer vermogensbeheerders om transacties te creëren en te origineren. Er is een steeds efficiëntere markt ontstaan, waardoor de prijzen zijn gedaald.'

Sevdican: 'De afgelopen vijf jaar waren positief voor private debt. Nu, met een recessie op komst, is het de vraag hoe beleggers de risico's daarvan zien in de toekomst en hoe ze aankijken tegen illiquiditeit.'

Hitchcock: 'Persoonlijk denk ik dat er vier belangrijke veranderingen zijn opgetreden. Ten eerste was er de infrastructuurhausse, voorafgaand aan de COVID-19-crisis, die in feite al een decennium gaande was. Gezien de inhaalvraag naar deze assets en het feit dat aanzienlijke investeringen zijn uitgesteld vanwege de pandemie, zouden we binnenkort een nieuwe toename van activiteit op dit vlak kunnen zien. Ten tweede zien we de opkomst van ESG-overwegingen bij beleggingen, vooral in de afgelopen twee à drie jaar. De derde verandering is volgens mij de toename van Europese beleggers die kijken naar private debt in het algemeen. Ze zijn volgens mij over het algemeen meer gericht op lokale markten en sub-investment grade in plaats van op investment grade. Ten slotte denk ik dat er een toenemende bereidheid is om lager op de curve te gaan, wat een weerspiegeling is van de wens om de particuliere markten te gebruiken voor een nog grotere rendementsverhoging.'

Sevdican: 'Er is een verandering opgetreden in de relatieve effectiviteit van de hypotheekmarkt. Vanwege de extra vraag van Nederlandse pensioenfondsen en de concurrentie die ontstond, is de illiquiditeitspremie gedaald van honderd naar ongeveer vijftig basispunten. Dat was een goede zaak voor de hypotheekmarkt.'

Jaffer: 'Ik ben het ermee eens dat private debt een mainstream asset class is geworden en ik verwacht dat dat in de toekomst zo blijft. De afgelopen tien jaar is echter vooral in bepaalde delen van de private debt-markt een aanzienlijke hoeveelheid kapitaal gevormd. In deze marktsegmenten zijn we getuige geweest van een verslechtering van het voor risico gecorrigeerde rendement, hetgeen onvermijdelijk is wanneer kapitaal concurreert om dezelfde leningsmogelijkheden. Verder moeten we onszelf eraan blijven herinneren dat we de afgelopen vijf tot tien jaar hebben gewerkt in een vrij laag en gunstig renteklimaat en dat we nu in een nieuw paradigma komen gezien de scherpe aanpassing van de rentevoeten.'

Pellegrini: 'Het is waar dat we in een omgeving hebben gezeten die, ook wat het risico betreft, de laatste vijf tot tien jaar zeer gunstig was. De vraag is dus hoe de toekomstige omgeving eruit zal zien. Ik wil niet vooruitlopen, maar het is duidelijk dat er aan de extreem gunstige risico-omgeving voor private debt een einde zal komen. Daarom verwachten wij dat beleggers zich zullen richten op de minder risicovolle en meer gediversifieerde strategieën binnen de private debt-markt.'

> 'Het is duidelijk dat er aan de extreem gunstige risico-omgeving voor private debt een einde zal komen. Daarom verwachten wij dat beleggers zich zullen richten op de minder risicovolle en meer gediversifieerde strategieën binnen de private debt-markt.'

Hoe gaat het op dit moment met private debt, vergeleken met voorgaande jaren, gezien de huidige renteverhogingscyclus?

Israel: 'Private debt heeft het heel goed gedaan in 2022. We hebben gezien dat obligaties en leveraged loans uiterst moeilijk verkrijgbaar of te structureren waren. Er waren misschien wel mogelijkheden om ze uit te geven, maar voor emittenten is het niet eenvoudig om goed te timen en daardoor zekerheid over middelen te krijgen. We hebben het er al over gehad dat banken zich gedeeltelijk hebben teruggetrokken. Voor hen is het heel moeilijk marktaandeel

terug te winnen, want als directe kredietverstrekkers eenmaal gevestigde kredietverstrekkers zijn geworden, is het lastig hen te verdringen.'

Lévi: 'Met betrekking tot private debt is er sprake geweest van een massale versnelling. We zijn in 2021, wat een piekjaar zou worden, als het ware overweldigd. De omvang van private debt is aanzienlijk toegenomen tot een bedrag in de orde van grootte van $ 1,2 biljoen AUM, gebaseerd op AIMA-data. De accumulatie van negatieve factoren in 2022 heeft geleid tot een moeilijke en verwarrende markt.'

Verhagen: 'We leven momenteel in inflatoire tijden, wat natuurlijk angstaanjagend is voor beleggers in vastrentende waarden. In een omgeving van stijgende rentes worden de strategieën met de langste looptijden het hardst geraakt. Andere strategieën, die met een lage duration en variabele rente, zijn beter beschermd in zo'n omgeving. Wat betreft het renterisico zijn strategieën met een variabele coupon goed beschermd. Aan de andere kant zullen onderliggende leningnemers onder druk komen te staan indien ze de stijgende rentekosten niet kunnen dragen of niet kunnen doorberekenen aan klanten. Alle managers zullen vandaag de dag zeggen dat ze conservatief opereren, maar we zullen de komende kwartalen moeten zien hoe dat uitpakt.'

Sevdican: 'De markt heeft het op dit moment erg moeilijk. De spreads zijn veel groter geworden. Het is de vraag of voldoende emittenten bereid zijn om tegen de huidige tarieven te lenen in een tijd waarin ze zelf ook in een moeilijke situatie zitten. Veel van hun klanten zijn, gezien de inflatiecijfers, misschien niet in staat te betalen, en de eigen productie lijdt ook. In de markt van private debt is dus sprake van een dubbele dreiging: waar gaat dat heen?'

Jaffer: 'De asset class private debt heeft dit soort omstandigheden in de afgelopen 10+ jaar nog niet meegemaakt en het valt nog te bezien hoe zij zal presteren. Gezien de lage rente in de afgelopen jaren hebben sommige bedrijven hun schuldniveau verhoogd en moeten zij hun kapitaalstructuur uitbreiden, wat een uitdaging zal zijn gezien de huidige economische omstandigheden. Bovendien kan de vraag van beleggers naar private debt op korte termijn vertragen, vanwege het denominator-effect van lagere publieke waarderingen ten opzichte van stabielere posities op de private markets in de portefeuilles van beleggers. De scherpe herprijzing op de public debt markets kan ook aantrekkelijkere relatieve risicogewogen rendementen opleveren voor vastrentende beleggers. '

Hitchcock: 'In de afgelopen twintig jaar hebben we een paar grote marktgebeurtenissen gezien, waar het investment gradedeel van de private debt-markten doorheen is gezeild. Private debt omvat veel verschillende asset classes en delen van het kredietspectrum, maar ik denk niet dat we de sub-investment grade-delen van de private debt-markt eerder door een cyclus hebben zien gaan, dus dat wordt heel interessant.'

'Het is de vraag of voldoende emittenten bereid zijn om tegen de huidige tarieven te lenen in een tijd waarin ze zelf ook in een moeilijke situatie zitten.'

Pellegrini: 'Aangezien de primaire markten voor sub-investment grade public debt tegenwoordig vrijwel gesloten zijn, koop je met je belegging in public debt in feite op de huidige secundaire markt. Dat is een heel andere investeringsbeslissing en met een ander risico dan een private debt-fonds dat vandaag wordt opgezet en dat nieuwe beleggingsstructuren zal omvatten op basis van de huidige beleggingsomgeving.'

Sevdican: 'De spreads zijn toegenomen en in de huidige situatie aarzelen beleggers meer om hun geld te steken in de illiquide ruimte. De vraag is hoe het momentum zal zijn in de recessie-omgeving wanneer wanbetalingen beginnen plaats te vinden.'

Jaffer: 'In een wereld van zwakke economische groei met hoge inflatieverwachtingen, die waarschijnlijk zullen aanhouden, zullen er naar verwachting herfinancieringen en herkapitalisaties van ondernemingen gaan plaatsvinden, waardoor mogelijkheden ontstaan voor flexibele kapitaalverschaffers. Hoewel dit misschien geen wanbetaling betekent, zullen sommige kapitaalstructuren van ondernemingen moeten worden aangepast.'

Lévi: 'In het geval van wanbetalingen zijn de kredietverstrekkers verplicht maatregelen >

CV

Natalie Howard

Natalie Howard has more than 30 years of real estate experience and is Head of Real Estate Debt at Schroders Capital. She has worked in various segments of the capital structure of various property classes, both on the sell side and the purchase side. Prior to joining Schroders, Howard held executive positions at DRC Capital, AgFe, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Charterhouse Bank and Paribas.

Financial Investigator presented Natalie Howard, Head of Real Estate Debt at Schroders Capital, with three questions:

What are the benefits of adding private debt to an investment portfolio?

'Private debt offers investors access to floating rate income, contractual cash flows, lower mark-to-market volatility than public markets and less correlation to headline risks during volatile periods. Private debt also provides access to markets which are less easily accessible, increasing portfolio diversification. In our view, the best opportunity for risk adjusted returns can be found within European real estate debt. We can source transactions with a senior secured first mortgage position, full suites of covenants and with experienced sponsors which provide gross returns of 6-7%. Banks and other lenders are pulling back from providing debt financing, creating a market in which there are lender friendly terms.'

How attractive is private debt versus public debt, given yield levels have risen within public debt? In other words, is the search for yield still a valid argument for private debt?

'Private debt remains attractive. The return pick up from private debt is very likely to persist over the longer term. Public markets volatility provides trading opportunities, but over longer time periods we expect investors to be compensated for illiquidity and complexity of a more difficult to access market. The control offered in private debt – control as the first mortgage, of being able to structure the transaction and having a long term relationship with the borrower, which can help manage transactions in times of stress, mean that private debt will remain attractive.'

How do you see private debt evolve (in your portfolio) in the next five years?

'We expect the characteristics of the asset class to prove their worth during periods of macro uncertainty. As outlined above, the control elements of the asset class make is particularly attractive. Being the sole lender, and being able to work with the borrower to exit at par, make it attractive in uncertain times.'

'Private debt offers investors access to floating rate income, contractual cash flows, lower mark to market volatility than public markets and less correlation to headline risks during volatile periods.'

PHOTO: ARCHIVE SCHRODERS

te nemen om te proberen het businessmodel van de kredietnemer overeind te houden. Er moet tijd worden genomen om te herstructureren. Private debt kan een goede optie zijn vanuit het perspectief van het management of de aandeelhouder. Geholpen door een op maat gemaakt documentatieraamwerk met strakke convenanten kunnen private kredietverstrekkers eventuele moeilijkheden op de voet volgen en het management en de stake-holders helpen te anticiperen bij verwachte vertraging en achterblijvende performance.'

Hitchcock: 'Wat betreft de kansen voor de toekomst denk ik dat infrastructuur aanzienlijk zal toenemen, terugkerend naar het niveau van vóór de COVID-19-crisis of nog zelfs hoger. We zullen ook veel duurzaamheidsgerelateerde financieringen blijven zien, bijvoorbeeld voor de renovatie van gebouwen, energiesystemen, upgrades, elektrificatie van vervoer enzovoort.Afhankelijk van wat er volgend jaar gebeurt met wanbetalingen, kunnen we denk ik rekenen op een betere differentiatie van het kredietrisico in de prijsstelling. Dat zou erop kunnen wijzen dat niet-cyclische sectoren op korte termijn beter zouden kunnen presteren, maar in het algemeen zouden we een beter evenwicht tussen risico en rendement kunnen zien. En dat zou positief zou zijn.'

Jaffer: 'In de hele sector wordt veel aandacht besteed aan de verspreiding van private debt-strategieën onder beleggers die te weinig alloceren naar private markets en op zoek zijn naar hogere rendementen. Dit is een belangrijk aandachtsgebied voor veel alternatieve beleggingsplatforms die de toegang tot private debtmarkten willen 'democratiseren' en ik verwacht dat dit de komende vijf jaar een belangrijke trend in de sector zal zijn. In de toekomst zal het interessant zijn om te zien welk effect deze nieuwe golf van beleggers heeft op de private debt-beleggingscategorie.'

Verhagen: 'De komende vijf jaar worden moeilijker, omdat de toetredingsdrempels in de private debt-markt steeds hoger worden. Dat komt in de eerste plaats door de eisen van beleggers. Alles wordt steeds professioneler en volwassener in de markt. Als je kijkt naar het regelgevingskader, worden de eisen aan vermogensbeheerders almaar strenger. Het wordt ook steeds lastiger om alle noodzakelijke documentatie en rapportageverplichtingen te verstrekken. Dit werkt consolidatie en schaalvergroting in de sector in de hand.'

> 'Voor private debt is ESG een geweldige kans om meer te gaan vragen op het gebied van rapportage en transparantie, zowel vanuit het oogpunt van de leners als van de beheerders.'

Lévi: 'Wij zijn nu bijna vijftien jaar geleden begonnen met ons private debt-initiatief en we zien dat deze markt steeds dieper en gespecialiseerder wordt, maar ook rijp is voor consolidatie. Schaal is essentieel geworden in lijn met de groei van de financieringsbehoeften om te kunnen inspelen op een breed scala aan behoeften in het middensegment.'

Is ESG voldoende geïntegreerd in private debt in vergelijking met andere strategieën op de private markets? Kan private debt worden overwogen voor impactstrategieën? Hoe kan private debt impact creëren in de BV Nederland/BV Europa? Hoe kan private debt bijdragen aan de weg naar netto nul?

Israel: 'ESG is voor alle beleggingscategorieën meer in zwang geraakt. Voor private debt is het een geweldige kans om meer te gaan vragen op het gebied van rapportage en transparantie, zowel vanuit het oogpunt van de leners als van de beheerders. Nu we in een moeilijkere omgeving zitten, wordt ESG weer meer een punt van discussie. Maar omdat we nu eenmaal de ESG-kant op zijn gegaan, in de zin van het vaststellen van een rapportagenorm en het vaststellen van de doelstellingen die bedrijven proberen te halen, is het heel moeilijk om daar afstand van te nemen.'

Verhagen: 'Ik ben van mening dat ESG in twee dimensies moet worden benaderd. Ten eerste is er de hygiënefactor, oftewel de reeks minimumnormen ten aanzien van bedrijven waaraan je geld wilt lenen. Dit kun je modelleren in een intern ESG-framework. Ten tweede, en misschien nog wel belangrijker, is de additionaliteit. Wat is de echte impact die je realiseert door een >

lening te verstrekken? Terwijl er de afgelopen jaren veel aandacht is geweest voor het eerste deel, gaan steeds meer investeerders richting het tweede deel. In toenemende mate worden er leningen verstrekt die sustainability-linked loans worden genoemd, waarbij de leningen aan bedrijven zo zijn gestructureerd dat rentebetalingen worden gekoppeld aan de tevredenheid van een of meer vooraf gespecificeerde kwantificeerbare prestatiemaatstaven, de zogenoemde KPIs. Sommigen verwachten dat dit jaar bijna 50% van de verstrekte leningen uit sustainability-linked loans bestaan. Dat is een uitstekende trend, waar we in de toekomst meer van zullen zien.'

'Private debt stelt je in staat te diversifiëren, onder andere per kredietnemer, asset class, sector, subsector, geografie en valuta.'

Sevdican: 'De vraag is hoe je zinvolle KPIs kunt ontwikkelen. Als aan bepaalde KPIs wordt voldaan, zou je klanten een korting kunnen geven, waardoor ze misschien geprikkeld worden. In de huidige omgeving met verhoogde tarieven zou dat relatieve voordeel goed kunnen werken.'

Lévi: 'Het rapporteren over ESG was de eerste stap. Nu zijn we aanbeland bij ESG 2.0, dat aan onze financiering is gekoppeld. Het voorstel om de spread voor de naleving van ESG-criteria te verlagen, was direct een succes, met een sterke betrokkenheid van ondernemingen die de noodzaak van ESG-metingen en het volgen van verbeterde prestaties inzien. Wij zijn van mening dat we als geldschieter een bedrijf kunnen stimuleren actieve maatregelen te nemen om bijvoorbeeld vervuilende activiteiten of CO_2-emissies terug te dringen. Omgekeerd, als bedrijven niet aan de gestelde duurzaamheidseisen voldoen, proberen wij een marktnorm vast te stellen die gepaard gaat met een grotere financieringslast als afschrikmiddel.'

Pellegrini: 'Er zijn verschillende manieren om met ESG om te gaan. De meest elementaire is uitsluiting van een of meerdere sectoren, wat gewoonweg niet volstaat. De tweede stap is het opnemen van ESG-criteria in het beleggingsselectieproces door een eigen ESG-kredietbeoordelingssysteem te ontwikkelen. De meest geavanceerde stap is om daadwerkelijk in gesprek te gaan met ondernemingen om verbeteringen van ESG-prestatie-indicatoren te stimuleren via prijsaanpassingsmechanismen en ESG-monitoringinstrumenten.'

Hitchcock: 'ESG en duurzaamheidsoverwegingen dringen door in alles wat we doen – van de eerste screening tot de due diligence en de structurering om verandering teweeg te brengen. Wij controleren ook de activiteiten, zodat we daadwerkelijk kunnen zeggen dat een kredietnemer doet wat is beloofd. Echter, wat wij als industrie nodig hebben is consistentie en nauwkeurigheid van metriek en gegevens. De sector moet grip krijgen op de manier waarop ESG-variabelen worden gemeten en gerapporteerd. Vanwege de angst voor greenwashing moet de analyse echt waterdicht zijn. Om de stap naar netto nul te kunnen zetten, is het voor beleggers echt belangrijk om de ESG-impact op portefeuillebasis te analyseren en niet alleen op assets-niveau, en dan ook rekening te houden met de thematische verschuivingen en structurele veranderingen die zich op de lange termijn voordoen. Op die manier kun je de portefeuille effectief bijsturen om de meeste impact te genereren en te reageren op de veranderende ESG-omgeving.'

Om bewijs van vaardigheid (of gebrek daaraan) te vinden, is een passende benchmarking nodig. Hoe kunnen beleggers de prestaties evalueren zonder de beschikbaarheid van brede marktindices voor particuliere debt-beleggingen?

Verhagen: 'Benchmarking is een echte uitdaging voor beleggers en het is noodzakelijk. Het is absoluut nodig om je managers te benchmarken, om te zien of ze echt vaardig zijn of gewoon geluk hebben. Institutionele beleggers gebruiken veel verschillende benchmarks en vaak zijn die op swaps gebaseerd met bepaalde spreads. Dat is niet echt de manier om adequaat te benchmarken, denk ik, maar er zijn helaas geen gemakkelijke, brede marktindices beschikbaar. Wij ontwikkelen momenteel een Nederlandse woninghypotheekindex om beleggers deze informatie te verstrekken. Het gaat erom de prestaties van de Nederlandse woninghypotheken adequaat te benchmarken. Maar het spectrum in private debt is uiteraard veel breder dan alleen hypotheken.'

Sevdican: 'Voor de hypotheekmarkt is misschien wel een geschikte benchmark te maken, bijvoorbeeld op basis van feitelijke cijfers die worden gepubliceerd door de kredietverstrekkers. Voor andere private debt-markten is dat veel moeilijker.'

Lévi: 'Veel consultants hebben een soort eigen database ontwikkeld, die wellicht als een alternatieve benchmark kan fungeren. Daar hebben beleggers toegang toe.'

Jaffer: 'In sommige gevallen kunnen voor bepaalde soorten private debt-assets kredietratings van derden worden verkregen die inzicht geven in de kans op wanbetaling en het verlies bij wanbetaling. Dit biedt een vergelijkingsbasis voor verhandelbare credit assets met dezelfde rating en een evaluatie van het relatieve rendement ten opzichte van de risico's. Als het de bedoeling is de prestaties van individuele debt-managers te benchmarken, lijkt me dat een moeilijke opgave. Ik heb sympathie voor asset owners en voor adviseurs die dat proberen, want ik denk dat je dat alleen echt kunt doen als je voldoende inzicht krijgt in de portefeuilles van managers en passende en consistente KPIs formuleert om die managers te vergelijken.'

Pellegrini: 'Bij bedrijfskrediet, leveraged loans en high yield-indices zijn er referentiepunten waarmee wij rekening kunnen houden en waarmee wij op basis van de onderliggende risico's of de rating een premie of korting kunnen toepassen en de prestaties voor soortgelijke kredietrisico's kunnen vergelijken.'

Hitchcock: 'Veel beleggers hebben bewust gekozen om te investeren in private debt: om hun portefeuilles te diversifiëren, om toegang te krijgen tot betere structuren en om een premie te krijgen ten opzichte van vergelijkbare publieke alternatieven. Op het gebied van investment grade zijn de meeste beleggers niet echt bezig met benchmarking op indexbasis. Waar ze zich echt op richten is portefeuillediversiteit, ratingstabiliteit, het vermijden van verliezen en het genereren van rendement. De premie die zij ontvangen bij toetreding en de stabiliteit van de kredieten zijn belangrijk. Ik verwacht een toenemende belangstelling voor indexbenchmarking, maar dat is niet eenvoudig. Het kan wel, maar als je een multi-assetstrategie runt, moet je een index kunnen samenstellen die in grote lijnen vergelijkbaar is met de verwachte samenstelling van je portefeuille. Maar ik zie dit wel evolueren.'

> 'Sommigen verwachten dat dit jaar bijna 50% van de verstrekte leningen uit sustainability-linked loans bestaan. Dat is een uitstekende trend, waar we in de toekomst meer van zullen zien.'

Israel: 'In de afgelopen paar jaar hebben we een toestroom van private debt gezien. Een ding om op te merken is dat private asset classes, of ten minste direct lending, niet gevoelig zijn voor de market-to-market-omgeving. Dat wil niet zeggen dat je je kop in het zand moet steken en moet doen alsof je portefeuille het goed doet. Het is gewoon zo dat sommige managers graag willen dat de waarderingsaanpak van de onderliggende beleggingen met name op kredietkwaliteit is gebaseerd. Beleggers hebben de neiging om te investeren in een portefeuille die een cyclus kan doorstaan en die ze kunnen uitzitten zonder bijvoorbeeld de waardevermindering binnen de waardering te hoeven nemen.'

Hoe belangrijk is regulerend toezicht op private debt-verstrekkers voor institutionele beleggers, zoals de regels rond Know Your Customer (KYC) en Customer Due Diligence (CDD)?

Sevdican: 'Dat is heel belangrijk, niet alleen voor institutionele beleggers, maar ook voor private debt-verstrekkers en de toezichthouders. De kosten die verband houden met KYC en CDD stijgen, met name bij particuliere klanten, waar de aantallen het arbeidsintensiever maken om te bepalen of klanten voldoen aan het KYC-beleid. Alles wat met toezicht te maken heeft, wordt steeds belangrijker, ook voor het vermogensbeheerteam om daar adequaat over te communiceren naar de beleggers.'

Lévi: 'Als wij geld uitlenen, doen we eerst een volledige set van due diligence. KYC draagt bij aan het thema CDD. Het doel van KYC is immers om de identiteit van de klant vast te stellen. Niets gaat zonder KYC. Wij hebben net, met betrekking tot deze kwestie, een retailplatform in de vorm van een app gelanceerd.' ■

IN HET KORT

Private debt is meestal niet beursgenoteerd. Het betreft beleggingen die bijna altijd worden gekocht door buy-and-hold beleggers, zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.

Privaat kapitaal is ingesprongen waar banken zich terugtrokken op de zakelijke kredietmarkten.

Een voordeel van beleggen in private debt is een risicopremie met een hoger verwacht rendement. Het liquiditeitsrisico en het complexiteitsrisico vormen een aandachtspunt.

De asset class private debt is mainstream geworden. Naar verwachting zal dat in de toekomst zo blijven.

Wat betreft de kansen van private debt voor de toekomst, zal de activiteit met betrekking tot infrastructuur waarschijnlijk aanzienlijk toenemen, terugkerend naar een niveau van vóór COVID of zelfs hoger.

Voor private debt is ESG een geweldige kans om meer eisen te stellen op het gebied van transparantie en rapportage.

Alternative yield strategies in private credit portfolios

The private credit market has been an attractive source of return for yield-oriented investors willing to trade lower liquidity for higher absolute performance. However, excess fundraising in that market has depressed returns and increased risk. Fortunately, private markets offer an emerging set of differentiated strategies, also providing investors with the dual utility of attractive risk-adjusted returns.

By **Feike van Eeghen**, Vice President at Wilshire

Due to private markets' innovative nature, these strategies focus on markets where capital is still limited and, by exploiting these pockets of inefficiency, provide investors with compelling risk-adjusted returns in addition to unique correlation features. Although an estimate of total market size is difficult to obtain, given the scarcity of data relating to these strategies, our database has captured over 200 sponsors with more than $ 90 billion of total fund size targeting alternative yield strategies dating back to 2013. For perspective, this represents roughly the same amount of capital raised in the mezzanine debt market over this period.

Nowadays, an emerging set of differentiated strategies exists (collectively 'alternative yield strategies') – each generally uncorrelated to each other or to other external, cyclical factors. The categories are as follows:

- Intangible Assets Strategies generate returns from contractual payments based on the use or sales of products derived from the ownership of the intellectual property that underlies those products.
- Specialized Asset-Based Lending forms the deepest part of the alternative yield market. These strategies offer current cash yield and a low credit risk profile given security interest in the underlying assets.
- Niche credit strategies are exemplified by sector-focused lending funds targeting specialized, underserved markets.
- Risk Transfer encapsulates various strategies, including acquiring and managing (re)insurers run-off portfolios, providing underwriting capital to insurance syndicates, purchasing existing life insurance policies, litigation credit or bank regulatory capital relief.

The current low interest rate environment has driven investors into increasingly risky assets in search of yield. Private credit – long at the forefront of financial product innovation – offers an emerging set of differentiated strategies that offer compelling return potential and provide investors with an additional tool to manage risk at a point in the cycle when risk management is needed most.

By building a diversified portfolio of best-in-class private credit managers using the alternative yield strategies, investors are offered exposure to the outsized risk-adjusted returns generated within these inefficient markets, while benefiting from the steady cash yield and diversification benefits of income streams with low or no correlation to business, credit or market cycles. Furthermore, the unique inter-fund correlation attributes of these strategies may minimize total portfolio volatility (risk), and, in doing so, create a stable cash flow stream that is attractive both in terms of the yield it produces and the diversification benefits it affords. ■

Opkomende markten splitsen zich

Er is dit jaar sprake van een duidelijke driedeling binnen de opkomende markten op basis van twee variabelen: grondstoffen en valuta's. Maak daarom als institutionele belegger een actieve keuze.

Een wereldwijde verkrapping van de liquiditeit veroorzaakt normaal gesproken een schuldencrisis in opkomende markten, aangewakkerd door de vlucht van buitenlands kapitaal. Tot nog toe lopen opkomende markten echter niet uit de pas met ontwikkelde markten. Opvallend is dat verschillende valuta's van opkomende markten dit jaar zelfs beter presteren dan de Amerikaanse dollar. Het betreft met name landen die grondstoffen exporteren, maar ook landen die al in 2021 monetair op de oplopende inflatie hebben voorgesorteerd.

Een groot voordeel van opkomende markten is dat zij niet mee konden doen aan de monetaire gekte met extreem lage of zelfs negatieve rentes en kwantitatieve verruiming. Daar plukken ze nu de vruchten van. Ook zijn de valuta's van opkomende markten niet ingezet als wapen in de strijd tegen de Russen. Het gevolg van de huidige monetaire constellatie is dat de dollar, de euro en de yen geen alternatief meer zijn voor rijke Russen en ook niet voor de Russische centrale bank. Op het moment dat je namelijk je reserves in deze munten (inclusief het Britse pond en zelfs de Zwitserse frank) wilt aanspreken, kun je er niet meer bij. Ook andere landen en hun centrale banken hebben deze ontwikkelingen argwanend gevolgd. Als de Russische oligarchen op deze manier kunnen worden aangepakt, ligt het immers voor de hand dat dit later ook met de Arabische oliesjeiks of de Chinese miljardairs kan gebeuren.

Door deze ontwikkeling ontstaan er steeds grotere verschillen tussen Emerging Markets. Er zijn grofweg drie groepen te onderscheiden. De eerste groep bestaat uit opkomende markten met grondstoffen. Die landen profiteren nog altijd van de relatief hoge prijzen en zullen daar, gezien de gunstige vooruitzichten voor vrijwel alle grondstoffen, ook in de toekomst van blijven profiteren. De tweede groep bestaat uit landen die geen grondstoffen produceren, maar die een munt hebben die de Russen accepteren. Denk aan China, India en Indonesië. In andere delen van Azië zal de invoering van de renminbi, als het de facto alternatief voor de dollar, deze landen helpen in het internationale verkeer. Ze kunnen met hun eigen munt grondstoffen inkopen en mogen ook nog eens rekenen op liquiditeitssteun van Beijing op het moment dat er stress in het financiële systeem ontstaat. Feitelijk neemt China daarmee in Azië de rol van liquiditeitsverschaffer van de Amerikanen over.

De derde groep van opkomende landen is de klos. Deze landen zijn niet in het bezit van grondstoffen en hebben geen munt die de Russen accepteren. Voorbeelden daarvan zijn Sri Lanka, Bangladesh, Pakistan en Turkije. Ze hebben overduidelijk last van de sterke dollar, mede omdat ze grondstoffen en/of voedsel in dollars moeten kopen. Dollars die deze landen niet hebben. Wel kunnen China en Rusland op een gegeven moment het strategische belang van deze landen gaan inzien. Met de overstap naar het Chinees-Russische kamp krijgen ze meer stabiliteit. Tegelijkertijd zal deze derde groep wel maximaal profiteren van een dalende dollar en de toenemende liquiditeit die daarvan het gevolg is. Dat zal pas gebeuren als de piek in de Amerikaanse rente is bereikt. ■

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

Private markets offer sustainable shelter from market shakiness

The private markets offer opportunities not only for those investors seeking relative stability away from wider market volatility, but also for those looking for sustainable strategies. That is the firm conviction of Nick Haaijman, Global Head of Private Asset Solutions at Fidelity International.

By *Wim Groeneveld*

How attractive are private markets for institutional investors given a looming recession, high inflation and the current geopolitical turmoil?
'We recognise the challenges facing investors this winter and beyond, but private markets assets have a few features that should protect them from the worst of the storms. Firstly, there is less volatility across private markets, so investors should be able to expect a steady, predictable income stream.

Private credit products, for example, are floating rate, which may be a hedge against inflation. And because many traditional lenders are under stress, we are seeing more investment opportunities in the private markets. This puts private lenders in a much stronger negotiating position. The move away from traditional sources of capital is accelerating, so for investors private markets are becoming increasingly attractive. It is an incredibly exciting time to look at private assets.'

What are the pluses of private markets compared to public markets? And vice versa?
'In a period of high volatility, the fact that private markets do not mark to market and do not have a secondary market can make them an attractive investment opportunity. They are sheltered from the worst sudden pricing moves that macroeconomic or geopolitical developments cause in the public markets. One potential benefit of public markets over private is the transparency available. Private assets can still be quite opaque and that can be challenging for investors. Where do you go for quality? How do you find the best option for yourself out there?'

In your view, what are the biggest opportunities when looking at the main asset classes within private markets? For example, Real Estate?
'Personally, I would look at new direct lending opportunities for the next year. As mentioned earlier, we are unlikely to see much appetite from traditional lenders, so terms for alternative providers of capital may be attractive and covenants could be very tight. Given that lenders are dealing directly with the borrowing companies, we can negotiate those terms exactly to our requirements, resulting in more stability. And of course, you have protection from wider market volatility and rising rates due to the floating rate nature of the product.

For those with more risk appetite, stressed credit could present an interesting opportunity given we expect more defaults and stress in the public markets next year. But you need to have the stomach for that.

In the Real Estate space, we are seeing a huge opportunity in diversified sustainable assets across Europe. Demand for green buildings has been resilient, even over the pandemic. Not only can they demand

ILLUSTRATION: SHUTTERSTOCK

‘Private markets assets have a few features that should protect them from the worst of the storms.’

higher rents (which for the occupier is counterbalanced by much lower energy costs), but green assets are also future-proofed, ready for any regulatory changes.’

What do you see as the biggest challenges in private markets? How can institutional investors deal with them?

‘The shortage of liquidity across private markets can be challenging. You must have a strong conviction in your strategy and trust your manager to do a good job – especially given that you are locked in for a longer time period. In return, private investors do get an illiquidity premium over the public markets, but it can be a leap of faith.

Currently, there is also a challenge presented by the denominator effect. Due to the fall in value of the public markets, investors’ relative allocation to private assets has increased and some can be limited on new private market commitments.

However, when the new financial year comes, investors tend to reset their tactical asset allocations. And when public markets show signs of normalisation, this could be a short-term issue.’

Are private markets interesting from an ESG investing perspective? Why?

‘Yes, private markets offer so many opportunities for investors taking a sustainable approach! According to PwC[1], the total AUM in private markets for ESG-linked assets doubled between 2017 and 2020, and the total may reach between € 776 billion and € 1.2 trillion by 2025, accounting for 27% to 42% of the entire private market.

For investors focused on ESG, private markets should be central to their strategies. Private investing often means taking on a much larger role within the assets themselves, whether that is buying a larger ownership stake in a building or being the sole direct lender to a company. The relationships that private investors have to these assets is very close, with more potential to influence change than in the public markets.

We obviously have a lot more control over the carbon footprint of a building we own than if we had a stake in a listed real estate investment trust, while the opportunity for us to engage with companies positively is much greater if we have a relationship directly with them, rather than trying to make our voice heard even as a large shareholder.

These relationships are not short-term. Private market investors typically have longer holding periods, and that means that we can commit to improving an asset through a long-term strategy of positive engagement.’

How can institutional investors best build an ESG strategy into their private market portfolios?

‘It can be a challenge. There are a lot of products out there that are said to champion sustainability, and have a convincing ESG policy to show to clients, but it is not always an authentic part of their philosophy. Investors need to find funds where ESG is core to the culture, where it is really believed in, not just an afterthought or retrofitted onto existing strategies.

You have to find an investment partner that shares the same sustainability values, and that can show you how they apply those values to their underlying holdings and then report the outcome back to you. You are not just looking for a private markets strategy that can provide some shelter from the volatility or a hedge against rising interest rates, but one that can deliver to your sustainability goals on top of that.’ ■

1 2022 EU Private Markets: ESG Reboot’, PwC, 2021

Disclaimer

This material is for Investment Professionals only, and should not be relied upon by private investors.
The value of investments can go down as well as up so you may get back less than you invest.
Investors should note that the views expressed may no longer be current and may have already been acted upon.

This is a marketing communication. This information must not be reproduced or circulated without prior permission.

Fidelity only offers information on products and services and does not provide investment advice based on individual circumstances, other than when specifically stipulated by an appropriately authorised firm, in a formal communication with the client.

Fidelity International refers to the group of companies which form the global investment management organisation that provides information on products and services in designated jurisdictions outside of North America. This communication is not directed at, and must not be acted upon by persons inside the United States and is otherwise only directed at persons residing in jurisdictions where the relevant funds are authorised for distribution or where no such authorisation is required.

Unless otherwise stated all products and services are provided by Fidelity International, and all views expressed are those of Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, the Fidelity International logo and F symbol are registered trademarks of FIL Limited.

Issued by FIL (Luxembourg) S.A., authorised and supervised by the CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). 22NL 1001

Nick Haaijman

Global Head of Private Asset Solutions, Fidelity International

SUMMARY

With a potentially protracted period of volatility on the horizon, investors looking for shelter from the most dramatic market moves, a hedge against rising rates, and attractive structures and terms may find attractive options in the private markets.

Private markets should also be of interest to investors taking a sustainable approach to holdings.

However, participants should be careful to ensure that a fund’s approach authentically aligns with their own values.

PHOTO: ARCHIVE FIDELITY INTERNATIONAL

Real estate plays an important role in energy transition

Paris-based Tikehau Capital is a growing impact investor across alternatives asset classes. Financial Investigator spoke with Frédéric Jariel, Co-Head of Real Estate at Tikehau Capital, about the need for impact investing in real estate and how best to shape it.

By *Harry Geels*

Real estate investments have delivered favourable risk-adjusted returns over the past decade, supported by economic recovery after the financial crisis and increasingly loose monetary policy. In addition, partly due to the COVID-19 panic, there has been a lot of focus on sustainability. Specifically for real estate, investors are looking at carbon footprint and how it can contribute to a nice living and working environment. On the other hand, we have entered a macroeconomic environment of rising inflation and interest rates which has put pressure on real estate prices, especially this year, and investors are wondering what the future holds and thinking about the best investment strategy. Frédéric Jariel: 'We take a holistic view of the market to meet challenges and seize opportunities, with a strategy aimed at combining impact and return.'

Value-Add+

Jariel: 'Based on our real estate experience, we believe Value-Add strategies are well positioned to deliver both impact and solid returns. In fact, we call our projects Value-Add+. We believe that institutional investors who want to make an impact to the energy transition and biodiversity with real estate should primarily focus on property development/redevelopment. To this end, Tikehau has launched a new closed-ended strategy, classified as Article 9 under SFDR.'

'We will apply concrete ESG analysis to our investments and together with the financial business plan will have an ESG business plan for each acquisition. We will indeed take the experience of this first vintage into our new strategy.'

Three pillars

There is a large amount of real estate in the world that needs to be redeveloped to become energy efficient. The associated challenges are therefore important.

Jariel: 'We need to unlock the potential opportunities in real estate, especially in Europe because a lot of real estate, both residential and commercial, is in need of modernisation. In redevelopment, we need to pick up two major global macro trends: sustainability and working from home.'

ILLUSTRATION: SHUTTERSTOCK

This has a big impact on offices in particular, Jariel argues: 'Offices in the AAA (Or Triple-A) locations have always been in demand and will remain so. The big question is what to do with all the other offices, especially the slightly older and less desirably located.'

In doing so, Tikehau Capital has three goals:

1. Climate action, or the path to 'net-zero emissions'.
2. Biodiversity.
3. Social or well-being.

Using these three pillars to guide their actions, real estate is improved or redeveloped. When redeveloping, it is also very important that this takes place at the lowest possible CO_2 emissions and raw material use.

Jariel: 'Recycling is then of great importance. Unfortunately, in redevelopment we cannot escape CO_2 emissions and raw material consumption, but if the result is a new energy-neutral building and the biodiversity is increased, for instance by creating greenery, and the social function improves, we will have achieved something substantial for the long term. Lots of greenery around buildings regulates temperature, i.e. it cools in hot weather and retains heat in cold weather, and it contributes to decarbonisation.'

Sustainable real estate: higher potential returns

Jariel: 'In Europe, ESG policies appear ahead of the rest of the world and the greener assets will be at a premium versus the older and less efficient assets. Impact and ESG are no longer pro bono but should help to create returns.

'We need to unlock the potential opportunities in real estate, especially in Europe because a lot of real estate, both residential and commercial, is in need of modernisation.'

'In redevelopment, we need to pick up two major global macro trends: sustainability and working from home.'

Especially if an office does not meet the latest sustainability standards, it will be difficult to rent out. And one step further: offices that do meet the highest standards have a lot of demand and still rising prices and rents. Houses will also become more valuable if they are energy efficient. Therefore, we believe that non-sustainable houses will increasingly become less popular and thus less valuable.

Even the old houses in the historic centres of big cities need upgrading, although we may have to abandon the goal of net-zero there. Doing nothing is not an option, not only for the environment, but also for valuations and potential returns.'

ESG business plan

Jariel: 'For every investment, we make a financial as well as an ESG business plan and the latter is written out along the aforementioned three pillars, climate, biodiversity and social. In our strategy, we could develop new projects but also refurbish existing properties.'

Rising interest rates and inflation

We believe the world is changing rapidly because of the climate transition, and then inflation and interest rates are also rising fast, making real estate investment costs higher. Jariel: 'As mentioned, we nevertheless aim to create value by actively developing smartly chosen projects, with a good business plan, based on three pillars. In our view, passive real estate investment is simply no longer an option.' ■

Frédéric Jariel

Co-Head of Real Estate, Tikehau Capital

Want to know more? Please contact:

Sjoerd Lont,
Executive Director
slont@tikehaucapital.com

Bart Mathijssen,
Executive Director
bmathijssen@tikehaucapital.com

SUMMARY

Real estate investments have delivered favourable risk-adjusted returns over the past decade.

Specifically for real estate, investors are looking at carbon footprint.

Value-Add strategies are well positioned to deliver both impact and solid returns.

Impact and ESG are no longer pro bono but should help to create returns.

Non-sustainable houses will increasingly become less popular and thus less valuable.

Passive real estate investment is simply no longer an option.

PHOTO: ARCHIVE TIKEHAU CAPITAL

Vastgoed en klimaat-verandering: het is tijd voor actie

De gebouwde omgeving krijgt steeds meer te maken met de gevolgen van klimaatverandering. Het is dus hoog tijd voor de vastgoedsector om serieus te kijken naar hoe om te gaan met oplopende temperaturen, verdroging, verzakking, veel neerslag en overstromingsgevaar. Dat vraagt om een zorgvuldige analyse en een vertaling daarvan in mogelijke maatregelen. En vervolgens: actie.

Door *Bernardo Korenberg*

De afgelopen tijd is er steeds meer zicht gekomen op de gevolgen van klimaatverandering. De droge zomers in Europa laten hun sporen na en dat geldt ook voor de overstromingen die in 2021 een groot gebied in Limburg, België en Duitsland teisterden. Die vormden de grootste natuurramp in decennia en leidden tot zeer veel schade en het verlies van vele mensenlevens.

Ook mondiaal zijn de berichten in de media niet te missen. Denk aan de talrijke bosbranden die grote gebieden op aarde in de as leggen. Het is duidelijk: de mens moet zelf in actie komen om deze ontwikkelingen – die uiteindelijk het voortbestaan van de mensheid kunnen bedreigen – te stoppen.

Minder CO_2

Twee begrippen worden inmiddels gehanteerd waar het gaat om wat de mens zelf kan doen: klimaatadaptatie en klimaatmitigatie. Ook in de vastgoedwereld zijn deze begrippen behoorlijk ingeburgerd. Dat geldt zeker voor 'mitigatie': het verminderen dan wel verkleinen van de negatieve effecten van klimaatverandering. In navolging van de grote klimaatconferentie in 2015 in Parijs worden tal van stappen gezet om bijvoorbeeld binnen de gebouwde omgeving de CO_2-uitstoot flink terug te dringen.

Uiteenlopende maatregelen kunnen daarvoor worden ingezet: van het terugdringen van energiegebruik en het bouwen met andere materialen tot en met het verduurzamen van bestaande gebouwen. Zowel overheden als marktpartijen, waaronder vastgoedbeleggers, ontwikkelen routekaarten en willen in 2050 – of zo mogelijk eerder – energieneutraal zijn en hun CO_2-uitstoot tot een noodzakelijk minimum beperken.

Gegevens analyseren

Maar hoe staat met dan met klimaatadaptatie, oftewel het omgaan met de gevolgen van klimaatverandering? En met de noodzakelijke aanpassingen aan de gebouwde omgeving die daaruit voortvloeien? Met dat onderwerp worden nu de eerste vorderingen geboekt. Ook hierbij zijn zowel overheden als private partijen aan zet. Gezamenlijk maken zij een begin met het 'klimaatproof' maken van de fysieke leefomgeving. Het is een ingrijpende opgave die begint met het goed analyseren van gegevens en van de vraag: welke effecten heeft het veranderende klimaat nu precies?

De kennis daarover is flink in ontwikkeling. Zo is in Nederland de Klimaateffectatlas ontwikkeld die digitaal de gevolgen haarscherp in beeld brengt. Ook wereldwijd stellen onderzoekers inmiddels steeds

‘Overhaaste beslissingen zijn zelden goed en al helemaal niet waar het gaat om een klimaat-bestendig ingerichte gebouwde omgeving.’

meer data ter beschikking die het mogelijk maken om op straat- en gebouwniveau te bepalen wat de impact van bijvoorbeeld overstromingen kan zijn.

Risicokaarten

Geografische informatiesystemen (GIS) en geo-data spelen daarbij een belangrijke rol en worden steeds vaker gebruikt, ook voor meer inzicht in de precieze klimaatrisico’s. Met zogenaamde klimaatscans is het mogelijk om de invloed van onder meer hittestress, droogte, wateroverlast en overstromingen in beeld te brengen – direct gekoppeld aan gebouwen en locaties. Met de ‘risicokaarten’ die hieruit voortvloeien, kunnen uitspraken worden gedaan over bestaand vastgoed, maar kunnen bijvoorbeeld ook investeringsbeslissingen voor nieuwe projecten worden onderbouwd.

Aan gegevens derhalve geen gebrek, maar daar mag het niet bij blijven. Na grondige analyse is het zaak om instrumenten te ontwikkelen die concreet kunnen worden ingezet in de dagelijkse vastgoedpraktijk, onder meer voor het bepalen van noodzakelijke investeringen. Partijen kunnen dat uiteraard elk voor zich doen, maar een samenhangende verkenning door de vastgoedsector als geheel biedt meer kansen op een effectieve aanpak. In dat verband is recent het multidisciplinaire onderzoeksprogramma RED & BLUE van start gegaan. De inzet: samen meer grip krijgen op de gevolgen van klimaatverandering in lager gelegen stedelijke gebieden.

Gezamenlijke taal

Het programma RED & BLUE loopt de komende vijf jaar en wil klimaatstrategieën ontwikkelen voor infrastructuur en vastgoed. Onderzoekers, studenten en praktijkspecialisten werken daarbij samen en delen kennis en ervaring. Het ontwikkelen van een gemeenschappelijke taal is daarbij een belangrijke eerste stap. Wat verstaan partijen bijvoorbeeld onder risico’s? En welke data worden er gebruikt om die inzichtelijk te maken?

Vanuit de collectieve mindset die op deze manier wordt opgebouwd, kunnen vervolgens stappen worden gezet naar de ruimtelijke investeringen die nodig zijn voor een klimaatadaptieve Nederlandse delta. Uiteraard kunnen deze inzichten ook elders in de wereld in laaggelegen gebieden worden toegepast.

Bij de ingrepen aan bestaand vastgoed kan bijvoorbeeld gedacht worden aan bouwtechnische maatregelen die de gevolgen van klimaatverandering meer dragelijk maken. Ook op gebiedsniveau is veel mogelijk, zoals het ‘vergroenen’ van de openbare ruimte. Bij nieuwe ontwikkelingen gaat het klimaat naar verwachting veel meer vanaf het begin een rol spelen in planprocessen, door vragen te stellen als: waar gaat gebouwd worden en hoe zorgen we ervoor dat er gebieden ontstaan die goed kunnen inspelen op het klimaat van nu en morgen?

Pijnlijke keuzes

Met de inzichten die uit programma’s als RED & BLUE voortkomen, is het vervolgens aan individuele partijen om hier hun voordeel mee te doen. Zowel publieke als private partijen moeten klimaatadaptatie een prominente rol geven in hun dagelijks handelen: van het opstellen van beleid tot en met het doen van concrete investeringen. Het is goed denkbaar dat pijnlijke keuzes daarbij niet zijn uitgesloten. Het is de vraag of het slim het is om in zeer laaggelegen delen van de wereld te (blijven) bouwen.

Andersom moet echter worden voorkomen dat bestaand vastgoed dat op risicovolle locaties is gelegen nu ineens in een heel ander daglicht komt te staan. Overhaaste beslissingen zijn zelden goed en al helemaal niet waar het gaat om een klimaatbestendig ingerichte gebouwde omgeving.

Een goed proces waarin alle betrokken stakeholders (en hun belangen) zorgvuldig worden meegenomen, is de komende tijd van groot belang. In Nederland bestaat een langjarige traditie van publiek-private samenwerking bij de inrichting van de schaarse ruimte. Op dat fundament kan worden voortgebouwd om ook het klimaat een vanzelfsprekende plek te geven. ■

Bernardo Korenberg

Head of Sustainability & Innovation, Bouwinvest Real Estate Investors

IN HET KORT

Klimaatverandering heeft onmiskenbare gevolgen voor de gebouwde omgeving en dus voor de vastgoedsector: ingrijpen is noodzakelijk.

Zowel overheden als private partijen zijn aan zet.

Maak de effecten en de gevolgen van klimaatverandering inzichtelijk en zet vervolgens concrete stappen richting oplossingen.

FOTO: ARCHIEF BOUWINVEST

Verduurzamings-opgave vereist een nieuwe manier van samenwerken

Afgelopen zomer heb ik samen met andere leden van de IVBN een inspirerende studiereis gemaakt naar Oslo. Wij hebben daar nieuwe inzichten opgedaan ten aanzien van de wijze waarop overheid en markt gezamenlijk aan een duurzame toekomst kunnen bouwen.

Oslo is de meest duurzame stad ter wereld, zo blijkt uit de Arcadis Sustainable Cities Index 2022. In deze index worden 100 wereldsteden onderzocht op 51 datapunten, verdeeld over 26 thema's binnen de pijlers People, Planet en Profit. Amsterdam en Rotterdam staan in deze ranglijst respectievelijk op nummer 10 en 12, een stukje lager dus. Reden genoeg om de Noorse hoofdstad als onze bestemming te kiezen.

De hoge ranking impliceert dat bestuurders en vastgoedbeleggers in Oslo goed doordrongen zijn van de noodzaak om op allerlei terreinen op duurzaamheid te sturen. Tijdens ons bezoek lag de focus op duurzame stadsontwikkeling en op wat wij van elkaar kunnen leren. Ook voor institutionele beleggers in Nederland staat het nemen van maatschappelijke verantwoordelijkheid door duurzame investeringen te doen hoog op de prioriteitenlijst.

Wat ik mij eerder niet had gerealiseerd, is dat in de Noorse hoofdstad bijna een vijfde van de bevolking op een relatief klein gebied leeft. Begrensd door een fjord aan de ene kant en de groene heuvels aan de andere kant zijn er nauwelijks mogelijkheden om de stadsgrenzen verder uit te breiden. Dit noopt niet alleen tot innovatief denken, maar ook tot het maken van duidelijke keuzes. Tijdens ons bezoek werd duidelijk dat het stadsbestuur van Oslo daarover continu in gesprek is met een divers palet aan gesprekspartners, waaronder natuurlijk ook vastgoedbeleggers. Men is doordrongen van de noodzaak tot samenwerking om de ambitieuze doelen voor de stad te bereiken.

Een project dat indruk heeft gemaakt, is de herontwikkeling van Kristian Augusts Gate 13. Dit kantoorgebouw, oorspronkelijk gebouwd in de jaren vijftig, is het eerste Noorse gebouw waar hergebruik van bouwmaterialen en circulaire oplossingen op uiterst grote schaal is toegepast. De oplossingen die zijn opgenomen voor bijvoorbeeld regenwaterbeheer zijn zeer innovatief. Het gebouw bespaart maar liefst 70% op de CO_2-uitstoot. Mede door dit project is bestaande regelgeving gewijzigd, waardoor het gemakkelijker is geworden om bouwmaterialen te hergebruiken. Ik noem het een mooi voorbeeld van hoe marktpartijen en overheid gezamenlijk tot een duurzamer gebouwde omgeving kunnen komen.

Ook in Nederland worden steeds vaker initiatieven ontplooid en zijn er ambitieuze 'proefprojecten'. Zo werkt een aantal brancheverenigingen, in nauwe samenwerking met de overheid, samen aan het Lente-akkoord 2.0: een meerjarig programma om circulair industrieel bouwen te verankeren in de bouwpraktijk. Het is een programma waarin koplopers in de markt – beleggers, bouwers en ontwikkelaars – samenwerken. De focus ligt nu onder meer op het analyseren van houtbouwprojecten en op het aandragen van verbeterpunten voor de bepalingsmethode MPG, zodat het tot een integraal inzicht in de duurzaamheidsprestatie van een gebouw kan leiden.

Wat mij betreft blijven we sterk(er) inzetten op het bundelen van onze krachten. Bestuurders en beleggers moeten het in onze steden en wijken samendoen als het gaat om het versnellen van onze gezamenlijke verduurzamingsopgave. Het is niet langer een keuze. In de verduurzamingsopgave ten aanzien van de gebouwde omgeving hebben we elkaar keihard nodig. ■

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

DIG IN

LET'S COOL DOWN THE PLANET TOGETHER

Justdiggit is on a mission to cool down the planet by **regreening** dry land in Africa. Justdiggit's restoration projects have a positive impact on climate, nature and people. Did you know that nature-based solutions can provide up to **37 percent** of the emission reductions needed by 2030 to keep global temperature rise under 2°C? Justdiggit uses communication, media and (mobile) technology to inspire and activate the farmers and their communities to restore their land, but also to regreen the hearts and minds of people around the world. To date Justdiggit has restored **60,000 hectares** of degraded land and brought back **8 million trees**. Justdiggit is a proud partner of the UN Decade on Ecosystem Restoration 2021-2030. Our goal is to regreen Africa in the coming 10 years, together with all **350 million farmers**, and together with you. This is the Decade of Doing.
Dig in.

JUSTDIGGIT.ORG

Cooling down the planet

UNITED NATIONS DECADE ON ECOSYSTEM RESTORATION 2021-2030

Bescherming tegen inflatie met core infrastructuur

Nu de inflatie hoger is dan die in decennia is geweest, kunnen beleggers zich hiertegen beschermen door beleggingen in core infrastructuur aan hun beleggingsportefeuilles toe te voegen. Zo is het mogelijk om inflatiebescherming met veerkracht te combineren, zonder daarbij compromissen te hoeven sluiten.

Door *Matthijs Claessens*

Inflatie is vandaag de dag mogelijk de belangrijkste zorg voor beleggers. Het is echter een uitdaging om effectieve manieren te vinden om de exposure van een portefeuille aan inflatie af te dekken. De inflatiebescherming die wordt geboden door inflatiegerelateerde obligaties, maar ook door grondstoffen en aandelen, gaat zonder uitzondering gepaard met aanzienlijke compromissen. Een mogelijke oplossing komt van core infrastructuur-beleggingen, die een attractieve en betrouwbare inkomstenstroom, een aanzienlijke inflatiebescherming en een aantrekkelijk reëel rendement met een lage volatiliteit bieden.

Beleggingen in core infrastructuur bestaan uit assets die essentiële diensten aan de samenleving leveren door de inherente aard van hun onderliggende activiteiten, zoals water-, gas- en elektriciteitstransmissienetwerken en -distributienetwerken en gereguleerde luchtvaart- en spoorwegnetwerken.

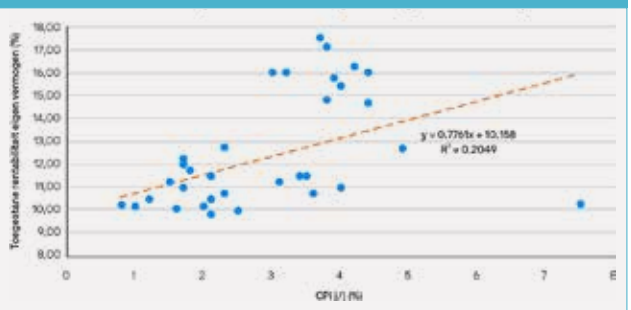
Het feit dat deze diensten van essentieel belang zijn voor een goede werking van moderne economieën betekent dat kernassets het vermogen hebben om op alle momenten van een economische cyclus consistente inkomstenstromen te genereren. Deze inkomstenstromen zijn gekoppeld aan inflatie via diverse mechanismen, waaronder de aard van de onderliggende contracten, de doorberekening van grondstoffenprijzen en de regelgeving.

Expliciete en impliciete koppeling aan de inflatie

De inflatiebescherming die beleggingen in core infrastructuur bieden, kan zowel expliciet als impliciet zijn. Assets die expliciete inflatiebescherming bieden, vallen onder regelgevingskaders, concessieovereenkomsten en langetermijncontracten die automatisch worden aangepast op basis van inflatie-indexeringsmechanismen. Daardoor kunnen onderliggende prijsstijgingen worden doorberekend aan klanten en tegenpartijen. Zo zal een elektriciteitsleverancier waarmee een contract is gesloten, zoals een producent van hernieuwbare energie of een aardgascentrale, dankzij de inflatie-indexering in energiecontracten hogere inkomsten genieten wanneer de energieprijzen stijgen.

Beleggingen in core infrastructuur kunnen ook impliciete inflatiebescherming bieden, zelfs wanneer er geen directe inflatiekoppeling is via contracten en regelgeving. Als regelgevers bijvoorbeeld

FIGUUR 1: AMERIKAANSE INFLATIE VERSUS TOEGESTANE RENTABILITEIT EIGEN VERMOGEN VOOR NUTSBEDRIJVEN IN DE VERENIGDE STATEN



CPI = Consumentenprijsindex van de VS. j/j = jaar-op-jaar.

Bron: Bloomberg, SNL.com en J.P. Morgan Asset Management.

ILLUSTRATIE: SHUTTERSTOCK

‘Beursgenoteerde nutsbedrijven presteerden tijdens de hoge inflatie van eind jaren zeventig en begin jaren tachtig sterk in vergelijking met aandelen en vastrentende waarden.’

geen expliciete inflatieaanpassingsmechanismen doorvoeren, dan is het nutsbedrijven vaak toch toegestaan om de prijzen te verhogen in perioden van hoge inflatie. Dit gebeurt op basis van regelgeving over ‘toegestaan rendement’, die rekening houdt met de kosten, de kapitaalstructuur, de doorberekening van grondstoffen en de vereiste inkomsten.

Transport en andere economisch gevoelige kernassets, zoals luchthavens en zeehavens, zijn doorgaans ook in staat om inkomstenstromen tegen inflatie te beschermen door hogere kosten aan klanten door te berekenen, zelfs in perioden van afnemende activiteit. De inkomsten uit economisch gevoelige assets kunnen echter volatieler zijn gedurende de economische cyclus, aangezien het moeilijk kan zijn om de prijzen te verhogen in perioden van stagflatie (lage groei en hoge inflatie), maar ook omdat de prijzen tijdens een recessie kunnen dalen.

Als gevolg van deze prijsstellingsmechanismen kunnen beleggingen in core infrastructuur doorgaans onder uiteenlopende economische omstandigheden inkomsten genereren die gelijke tred houden met de inflatie. Dit in tegenstelling tot de meeste ondernemingen, die afhankelijk zijn van hun prijsstellingsvermogen en een sterke economische achtergrond om de inflatie door te berekenen.

Positieve inflatievooruitzichten

Hoewel core infrastructuur als beleggingscategorie nog niet lang genoeg bestaat om het rendement tijdens inflatieschokken uit het verleden te vergelijken, blijkt uit een blik op beursgenoteerde nutsbedrijven dat deze tijdens de hoge inflatie van eind jaren zeventig en begin jaren tachtig sterk presteerden in vergelijking met aandelen en vastrentende waarden. We constateren ook een sterke positieve correlatie tussen de inflatie en de historisch toegestane rentabiliteit van het eigen vermogen voor Amerikaanse nutsbedrijven sinds 1970, met een vertraging van twee jaar om rekening te houden met de aanpassingsperiode van regelgeving.

De analyse van rendementen en inkomsten in het verleden duidt erop dat de huidige inflatievooruitzichten positief zouden moeten zijn voor de rendementen van de beleggingscategorie core infrastructuur. De inflatie is het afgelopen jaar opgelopen tot het hoogste niveau in decennia door een combinatie van factoren. Dat wil zeggen: de economische opleving van de vraag na de COVID-19-pandemie, blokkades in de toeleveringsketen, tekorten aan arbeidskrachten en de oorlog in Oekraïne. De laatste factor heeft geleid tot hogere grondstoffen- en voedselprijzen en een stijging van de energieprijzen na de inperking van de Russische gas- en olieleveringen.

Tegen deze achtergrond zijn de inflatieverwachtingen van de financiële markten, zoals gemeten aan de hand van de break-even percentages voor inflatiebeschermde effecten, blijven stijgen. Dit wijst erop dat de markt nu zelfs een nog hogere toekomstige inflatie verwacht dan eerder het geval was.

Dankzij hun inflatiegerelateerde inkomstenstromen wijzen de vooruitzichten van een aanhoudende hoge inflatie op een gunstige achtergrond voor beleggingen in core infrastructuur. Aangezien stijgende kosten vanwege regelgeving doorgaans met vertraging worden doorberekend, verwachten wij dat het positieve effect op infrastructuurinkomsten zal toenemen naarmate de inflatie langer hoog blijft.

Alles bij elkaar opgeteld, betekenen de vooruitzichten van hoge inflatie, de aanhoudende ruis in de economische gegevens en de complexiteit van de huidige economische en geopolitieke achtergrond dat core infrastructuur op de lange termijn een waardevolle aanvulling kan zijn voor de portefeuilles van beleggers. ■

Disclaimer
Uitgegeven in Europa (exclusief het Verenigd Koninkrijk) door JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., EBBC, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg, R.C.S. Luxemburg B27900, maatschappelijk kapitaal EUR 10.000.000. Dit is een document voor promotionele doeleinden. De visies hierin moeten dan ook niet worden beschouwd als advies of aanbeveling om beleggingen of belangen te kopen of te verkopen. Houd er rekening mee dat de waarde van beleggingen en het inkomen daaruit kan fluctueren al naar gelang de marktomstandigheden en fiscale regels. De mogelijkheid bestaat dat beleggers niet het volledige bedrag van hun oorspronkelijke belegging terugkrijgen.
J.P. Morgan Asset Management is de handelsnaam van de vermogensbeheeractiviteiten van JPMorgan Chase & Co en zijn filialen wereldwijd.
0915220610084409

Matthijs Claessens
Head of Institutional Clients Netherlands, J.P. Morgan Asset Management

IN HET KORT

Core infrastructuur biedt een attractieve en betrouwbare inkomstenstroom met een aanzienlijke inflatiebescherming, een aantrekkelijk reëel rendement en een lage volatiliteit.

De inflatiebescherming die core infrastructuur biedt, kan zowel expliciet als impliciet zijn.

Beleggingen in core infrastructuur kunnen onder uiteenlopende economische omstandigheden inkomsten genereren die gelijke tred houden met de inflatie.

Op basis van bevindingen uit het verleden kunnen we ervan uitgaan dat de huidige inflatievooruitzichten voor de rendementen behaald in core infrastructuur positief zijn.

FOTO: ARCHIEF J.P. MORGAN AM

Equity investing in an inflationary environment

Inflation is not necessarily bad news for equity investing. 'Sustainable dividend growth can offer inflation protection', Christophe Braun, Equity Investment Director at Capital Group states. He considers the effects that inflation have had on equity valuations, and reviews ways to build resilience in portfolios.

By *Jan Jaap Omvlee*

For the very first time in their lives many investors are now facing an issue they have not experienced before: inflation. We asked Christophe Braun: what is the importance of an active approach in light of key themes and trends on the horizon, such as the great rotation, inflation and geopolitics, and globalisation?

'We are in a market that is suddenly fundamentally driven, versus partially synthetic and artificial market drivers that we have seen over the last decade. The market fundamentals have changed, from helicopter money and continuous growth, where passive investing was doing very well, to today's situation, in which market fundamentals are dominating again. When you talk about geopolitical uncertainty, we are again questioning the globalisation that we have embraced so much over the last decade.

The other trend that we see, is the great rotation, triggered by macro drivers, and I would label that as one of the primary challenges for investors. It is more difficult to predict the market environment. That is why it is crucial to pay attention to company fundamentals in order to identify those all-weather companies which are able to navigate through the uncertain times that we all face. And this is where we believe that fundamental research is vital.'

Could you elaborate on equity investing amidst rising inflation and explain why inflation is not necessarily bad news for equity valuations?

'The conventional wisdom of inflation being a bad thing for equities and bonds markets is not necessarily true. Global equities have historically provided an effective inflation hedge when US inflation was between 2-6%, powered by real earnings growth and real dividend growth. Even during times of higher inflation, stocks have generally provided positive real returns. It is mostly at the extremes – when inflation is above 6% or negative – that global equities have tended to struggle. It is obviously key how those different variables in the equation interact, one of them being central banks, the other one being interest rates or inflation.

It's a very powerful dynamic having those all and trying to find that sort of middle ground, that equilibrium in the current market environment. And then there are other factors such as the war in Ukraine, energy prices – which as we all know are not always just dictated by supply and demand, since there are other variables and drivers that come into play, such as OPEC –geopolitical uncertainty and the awareness that Europe has become very dependent on the supply of gas from Russia.'

What is the actual impact of the current high inflationary environment in Europe and what does it mean for investors?

'There is uncertainty and a change to the playbook that we have known for the last few years. Investors therefore need to start looking out for different company characteristics and look at exposure to help mitigate inflation risk. History is helpful in this context, because there are clearly sectors and companies that can help you mitigate those challenges. Pricing power and higher

operating margins definitely help. Strong market share and higher barriers to entry are supportive too. We look at the characteristics and how high or low the standard deviation is of those companies and sectors in relation to inflation and how much higher prices impact their profit margins. Obviously, with regard to market share: how indispensable are their products and services? And then there is this aspect of value companies outperforming growth companies since the end of 2020.

As investors are becoming more risk adverse, they are looking for sectors and companies that provide more defensive and quality characteristics, for instance utilities and traditional health care, where companies traditionally have strong pipelines, having patterns that would exactly protect those recurring earnings and revenues. History repeats itself, but not quite similar as markets are evolving. When I look at what globalisation has brought to the table, semiconductors have become vital for the digital transition with everything becoming more tech-related. You cannot do without semiconductors anymore, so there are sectors that have become the 'new defensives' so to speak.

These weren't defensive sectors 20 or 25 years ago as they were not generating any recurring earnings, or any positive earnings at all. While history guides investors to ask whether the traditional value-growth rotation cycle has simply extended, the influence of secular changes in driving valuations is hard to ignore. Today, they have significantly matured and I often describe them as being 'modern utilities', with newer generations consuming the Internet or IT infrastructure similar to the way that older generations have consumed gas, electricity and water, with access to internet being much cheaper.'

The relationship between inflation and stock prices is not linear. The impact of inflation on earnings can be quite positive in nominal terms, especially over the longer term, while the impact of inflation on valuations varies depending on the level of interest rates and the economic environment. Can you explain why?

'The impact of inflation on earnings can create short-term headwinds for corporate cash flows, particularly for companies that report earnings on historic cost accounting.

PHOTO: ARCHIVE CAPITAL GROUP

CV

Christophe Braun

Christophe Braun is an Investment Director at Capital Group (Luxembourg) with responsibility for covering equities. He has twelve years of investment industry experience and has been with Capital Group for six years. He holds a Master's degree in Financial and Industrial Economics from the Royal Holloway University of London and a Diploma of Science in Business Management and Economics from the University of Innsbruck.

That differs from the impact of inflation on valuations, depending on the level of interest rates and the economic environment. In addition, interest rates remain well below their long-term averages. When these low rates are used to discount the present value of future earnings, they effectively boost the value of longer-duration growth stocks. The longer-duration feature means their cash-flows are weighted further out into the future than value stocks' which makes them more sensitive to changes in interest rates.

Also, something that is worth mentioning here, is that growth in intangible assets has made determining intrinsic value increasingly complex. This requires a bottom-up approach to understand a company's true value. If you look at the sector rotation that we have seen, it is because of that fear, that we saw central banks going into a rising rate cycle again at the beginning of the year. As a result of that, many 'go go-growth' companies, in some ways technology-related, with long duration earnings, are obviously coming under pressure in the current environment.

As the markets are now pricing in a recession, this makes it much more difficult for those growth-oriented companies to justify their forward earnings because these have become more uncertain. Companies that don't rely on future earnings, but are in a more mature business cycle where they have recurring earnings, are not necessarily >

growing. That's okay because they have a certain market share and are a dominant player within their industry, as they have blockbusters that are indispensable in terms of services and products.'

What steps can investors take to mitigate the impact of inflation on portfolios?
'It may start with understanding the dynamics of inflation, whether it be middle ground inflation or more on the extremes, and what the implications of this are on their portfolios. From an equity perspective, it starts with making sure as an investor that you understand how inflation can hurt a business. As inflation is so unexpectedly high, many companies were not prepared for this type of inflation. There's organic inflation, obviously energy prices, but there are also supply chain issues and the fact that supply chain issues have also increased prices in areas where they didn't necessarily have to increase prices.

Now suddenly everyone is caught in the same inflationary dilemma. As growth has become more limited, investors should look for more defensive quality companies with solid balance sheets, and for companies that are able and willing to pay out their earnings on a more consistent basis. I think we're in an environment where 'boring is beautiful' again, as they say, unlike in the past decades, when capital appreciation was the main driver of total return.'

Why should investors invest in dividend growth stocks now?
'Historically, dividend growers have tended to generate greater total returns, especially on a risk-adjusted basis, than other dividend strategies, while also keeping up relatively well with the broader market. Dividend growers can also offer a measure of resilience against higher inflation and interest rate hikes, mainly due to their stronger earnings. Semiconductors are a perfect example of that. There's still this huge demand for them and not enough supply for this world. As we try to equip the world with more IT infrastructure, they have a huge growth runway. Communication services as well. On the other side, those companies have understood how to transition from a big growth generator into a great capital allocator.

Semiconductors are interesting because they are a sub industry of the tech sector, with the tech sector being more volatile because of ambitious earnings, high expectations and forward earnings, et cetera. They have lots of characteristics that makes them defensive while they, as true hybrid growers, have been able to back up their dividend growth by organic earnings and maintain their yield.

Apple, for instance, which is on top of the value chain and able to forward high prices. Look at their new iPhone 14. Guess what? It has become even more expensive than its previous model. In addition, some of these hybrid growers come from a low-cost base. This makes dividend growers a very appealing investment proposition from a total return perspective.'

Where do you see opportunities to unpack dividend growth?
'Traditional healthcare has a track record of being more reliable and more resilient due to its patents and its strong research. The sector is also very disciplined in allocating capital and investing in future growth opportunities. If you look at which sector has provided most dividend growth within recent years, it's the IT sector, because many firms are able to back it up with organic earnings.

The IT sector has become very important for all of us in our daily lives. Companies are much more nimble with that innovative angle. They are disruptive and won't take no for an answer. Amazon is the best example here. They are not the online bookshop that they used to be. They conquered cloud computing after e-commerce was introduced. Today it's Amazon Web Services (AWS) dominating their revenue streams and that's the logical consequence of a company that stretches boundaries and goes beyond its growth target.

There are opportunities in any company where dividends are not artificially high and that's still able to back up its dividend with growth and organic earnings. Next to healthcare, the energy transition will also offer interesting opportunities for utilities to find new growth pockets and offer super attractive growth prospects.' ■

SUMMARY

Companies whose top line can 'inflate' at a higher rate than their costs are well positioned to do better in a higher inflationary environment.

Such companies are also more likely to improve their capital allocation by expanding return on equity for shareholders and consequently improving dividend payout.

There are investment opportunities in any company where dividends are not artificially high while still being able to back up its dividend with growth and organic earnings.

Banken tussen Scylla en Charybdis

Als poortwachters van het financiële systeem zijn banken terecht terughoudend met het aangaan of continueren van een rekeningrelatie met bepaalde partijen. De vrijheid van een bank om bepaalde cliënten te weren, is de laatste jaren echter steeds meer onder druk komen te staan.

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

Banken vervullen een belangrijke rol bij het waarborgen van de integriteit van het financiële stelsel. Op grond van de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) moet een bank elke cliënt aan een onderzoek onderwerpen en op basis daarvan bepalen of zij een relatie met de cliënt wil aangaan of de bestaande relatie met deze cliënt wil beëindigen. Als zich integriteitsrisico's voordoen met betrekking tot een bepaalde cliënt, voortkomend uit bijvoorbeeld witwassen, terrorismefinanciering, fraude of belastingontduiking, kan dat grote gevolgen hebben voor de bank en haar bestuurders. Dat betekent dan ook dat banken liever geen relatie aangaan met partijen die tot een risicogroep behoren en dat zij bestaande relaties met dit soort partijen liever beëindigen. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om coffeeshophouders, bedrijven in de 'relaxbranche' en handelaren in cryptovaluta's, maar ook om particulieren zoals Amerikaanse Nederlanders. Met een beroep op de contractsvrijheid kon een bank van oudsher naar eigen goeddunken bepalen met welke partijen zij niet (meer) wilde contracteren.

Deze vrijheid is de laatste jaren steeds meer ingeperkt, zowel door Europese wetgeving als door de jurisprudentie inzake de zorgplicht. Voor consumenten heeft de Europese wetgever door middel van de Richtlijn betaalrekeningen een wettelijk recht op een basisbetaalrekening geïntroduceerd. Deze richtlijn is in Nederland geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Art. 4:71f Wft bepaalt dat een bank die in Nederland betaalrekeningen aan consumenten aanbiedt, consumenten die rechtmatig in de EU verblijven op hun verzoek in de gelegenheid stelt een basisbetaalrekening in euro's aan te vragen en te gebruiken. Voor zakelijke partijen en andersoortige rekeningen bestaat een dergelijk wettelijk recht niet. Dat betekent echter niet dat een bank een haar onwelgevallige zakelijke cliënt naar believen een betaalrekening kan weigeren of de betaalrekening van een dergelijke cliënt naar believen kan opzeggen.

In zijn arrest van 5 november 2021, ECLI:NL:HR:2021:1652 (Yin Yang/ING Bank) heeft de Hoge Raad geoordeeld dat een bank op grond van haar maatschappelijke positie ook ten aanzien van niet-consumenten de verplichting kan hebben een betaalrekening aan te bieden. Daarbij weegt volgens de Hoge Raad zwaar dat het zonder betaalrekening vrijwel onmogelijk is om deel te nemen aan het maatschappelijk verkeer en een bedrijf te exploiteren. Tegelijk onderkent de Hoge Raad dat een bank een gerechtvaardigd belang kan hebben om cliënten te weigeren wegens toezichtrechtelijke eisen of integriteitsrisico's. De Hoge Raad is het vervolgens eens met het Hof in deze zaak dat het belang van ING Bank in dit geval niet in de weg staat aan het aannemen van een verplichting tot het aanbieden van een betaalrekening, maar wel aan een verplichting tot het aanbieden van een afstortfaciliteit voor contant geld.

De afdeling Financieel Recht van de Universiteit Leiden - het Hazelhoff Centre for Financial Law - bestaat dit jaar tien jaar en organiseert deze maand een Ronde Tafel over het onderwerp contractsvrijheid versus contractsdwang in de financiële sector. Het permanente spanningsveld tussen de bank als poortwachter en als nutsbedrijf staat op die bijeenkomst centraal. ■

Zorg voor een eigen visie op de risico's van alternatives

Door *Baart Koster* Fotografie *Peter Putters*

Op het seminar van Financial Investigator over Actuele Ontwikkelingen in Vermogensbeheer voor Verzekeraars vormde een paneldiscussie het sluitstuk. Daaruit bleek dat beleggingskeuzes van aanwezige verzekeraars en assetmanagers niet meer alleen gebaseerd zijn op een risico-rendementsafweging.

Bij het openen van het debat stelt dagvoorzitter Amba Zeggen vast dat veel verzekeraars een vrij conservatief beleggingsbeleid voeren. Naar alternatieve asset classes, het onderwerp van veel presentaties eerder die middag, wordt nog niet veel vermogen gealloceerd. Dit roept bij haar de vraag op wat verzekeraars ervan weerhoudt om hierin te investeren.

Mohamed Lechkar, werkzaam bij Athora Group, herkent de aantrekkelijkheid van de alternatieve asset classes voor langetermijnbeleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen die eerder tijdens het seminar voorbijkwamen, maar voegt daaraan toe dat juist het inschatten van de risico's van deze beleggingen een uitdaging is waar verzekeraars een antwoord op moeten vinden. Verschillende toezichtkaders, waaronder die van Solvency II, bevatten richtlijnen hiervoor. Het is echter belangrijk om je niet blind te staren op de standaardformule, meent Lechkar. 'Vooral bij Private Debt en andere illiquide assets draait het om het juist kunnen inschatten van de illiquiditeitspremie, die ook wel een complexiteitspremie wordt genoemd. Complexiteit is in wezen het gebrek aan openbare en dus publiek gevalideerde informatie. Als een verzekeraar over een interne infrastructuur beschikt en de knowhow heeft om op basis van private informatie risico's te kunnen inschatten, loopt deze minder risico door niet beschikbare publieke informatie en kan zodoende de complexiteitspremie 'verdiend' worden, terwijl er geen sprake is van verhoogde fundamentele risico's.'

Trede voor trede de liquiditeitsladder op

Dat betekent dat je moet investeren in je risicobeheer, zo blijkt als Lechkar zijn visie verder ontvouwt. Als je verder kijkt dan de Solvency II-standaardformule bij het beoordelen van de risico's, dan spelen volgens hem drie kernpunten een rol. Ten eerste de vraag hoe je kwantitatief de risico's modelleert, ten tweede de vraag hoe je als verzekeraar met je asset manager samenwerkt om alle relevante drivers van de credit spread te bepalen en data te verzamelen, en ten derde gaat het om de link tussen wat Lechkar 'economisch kapitaal' noemt en liquiditeit. 'Niet alle verzekeraars gebruiken de standaardformule. Hoewel je interne model meer vrijheid biedt dan de standaardformule, val je ook bij gebruik van de standaardformule onder restricties die je niet-economisch zou kunnen noemen, bijvoorbeeld met de dynamic volatility adjustment. Wij tuigen hiervoor een eigen Economisch Kapitaal-programma op. Dat is een significante investering in modellen, dataverzameling, systemen en mensen, zowel kwantitatief gespecialiseerden als kredietanalisten. Het is namelijk niet voldoende dat verzekeraars de 'complexiteitspremie' erkennen. Er is een degelijke risicobeoordeling nodig om deze premie te kunnen scheiden van het deel van het rendement dat verband houdt met het onderliggende fundamentele kredietrisico. Zo'n beoordeling is nodig bij de identificatie van nieuwe beleggingen en is ook op continue basis onmisbaar om de risicoblootstelling te monitoren. We hebben een economisch kapitaalmodel ontworpen dat voortdurend verder wordt ontwikkeld om granulaire inzichten te verschaffen en dat ons in staat stelt de complexiteitspremie te scheiden van het fundamentele kredietrisico. Dit zorgt ervoor dat wij alleen beleggen in hoogwaardige illiquide assets waarvan wij de risico's begrijpen en voortdurend kunnen meten en controleren.'

Een van de constateringen voor Lechkar is dat je met behulp van een liquiditeitsladder, die wordt bepaald door de illiquiditeit van de assets ten opzichte van de verplichtingen te analyseren en deze op elkaar af te stemmen, trapsgewijs een onderscheid kunt maken tussen verschillende soorten illiquide beleggingen, waarbij je niet onder druk komt te staan om gedwongen te verkopen. Naast het bepalen van het kapitaalsbeslag, bieden deze modellen ook heel veel inzichten voor het dagelijks >

VOORZITTER

Amba Zeggen

Partner Insurance, Probability & Partners

Erik Jan van Bergen

Managing Director Investments, VGZ

Neal Hegeman

Hoofd Beleggingsstrategie & Research, a.s.r. vermogensbeheer

Mohamed Lechkar

Capital Steering and Measurement, Athora Group

Erik Leseman

CIO, Aegon Nederland

FOTO'S: PETER PUTTERS, ARCHIEF VGZ, ARCHIEF A.S.R. VERMOGENSBEHEER, ARCHIEF ATHORA GROUP, ARCHIEF AEGON NEDERLAND

‘Wij steken onze tijd alleen in managers die met ons aan de slag willen om hun ESG-rapportages goed op orde te krijgen.’

liquiditeitsmanagement en risicomanagement. Een ander niet onbelangrijk voordeel van een dergelijk raamwerk is dat het ervoor zorgt dat een instelling over voldoende liquiditeit beschikt in stressomstandigheden, zodat het ook dan liquiditeit aan de markten kan verschaffen. Ik denk dat verzekeraars hiermee een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de stabiliteit van het financiële systeem.’

Erik Jan van Bergen beheerst de beleggingsrisico’s door het simpel en robuust te houden. ‘De asset classes waarnaar wij alloceren moeten ook te begrijpen zijn voor onze bestuurders. Is dat voor een bepaalde beleggingscategorie niet zo, dan beleggen we daar niet in.’ Dat maakt bijvoorbeeld Nederlandse woninghypotheken vanuit governanceperspectief interessant, vervolgt hij. ‘Onze bestuurders begrijpen de kredietrisico’s daarvan. Moeilijk vinden wij daarentegen beleggingen in buitenlands commercieel vastgoed.’ Van Bergen wil met andere woorden een overzichtelijke beleggingsportefeuille die door de cyclus heen gehandhaafd kan worden. ‘Om die reden waren een aantal gepresenteerde oplossingen van vanmiddag niet interessant voor ons’, concludeert hij.

Nederlandse hypotheken simpel?

‘Maar zijn Nederlandse woningen nog wel zo simpel?’ vraagt Zeggen zich af. ‘Kijk naar waar we staan, naar de demografische veranderingen, naar een economische recessie die er misschien aan komt. We spreken zelfs al van “eating or heating”.’ ‘Inderdaad’, reageert Neal Hegeman. ‘Nederlandse hypotheken en vastgoed zijn nog niet zo eenvoudig als ze wellicht lijken. Als je alleen al naar de opties kijkt die daarin zitten en je probeert daar een waarde op te plakken, dan ga je richting een Bermuda-optie. Dat wordt echt behoorlijk complex. Terwijl het gekke is dat deze beleggingscategorie voor veel mensen heel dicht bij huis voelt, waardoor ze comfortabel zijn met de bijbehorende risico’s.’ Veel zorgen maakt Hegeman zich daar overigens niet over, óók niet in het licht van de energiecrisis, omdat hij ook data heeft van de vorige echt grote Nederlandse huizencrisis in de jaren tachtig. ‘We bezitten bijvoorbeeld een NHG-datareeks waarin je terugziet dat kredietverliezen niet meer dan 20 basispunten beliepen. De spread is altijd ruim meer dan 20 basispunten, dus per saldo zou je wat dat betreft een positief rendement op Nederlandse hypotheken kunnen behouden.’

Het grootste risico bij hypotheken zit veeleer in liquiditeit, vervolgt Hegeman. Het toekomstrisico, dat zijn speciale aandacht heeft, is de impact van het klimaat op huizenprijzen en woninghypotheken. Bijvoorbeeld als het om verzakkingsrisico en andere klimaatgerelateerde risico’s gaat. ‘Daarover is nog heel weinig bekend. We weten alleen dát het een probleem kan worden voor huizenprijzen en de onderpandswaarde van hypotheken. Naar de omvang daarvan is het vooralsnog gissen.’

En hoe denken de gespreksdeelnemers over ESG, dat inmiddels de norm voor verantwoord beleggen lijkt te zijn? Is het niet, poneert Zeggen prikkelend, een zwendel, omdat de waarde die aan E, S en G gehecht wordt wegens het ontbreken van concrete data maar zeer betrekkelijk is? Erik Leseman weet zeker dat ESG ‘here to stay’ is en beslist geen zwendel. Politiek en maatschappij voeren ook de druk op financiële instellingen op om met ESG te werken. ‘Zelf streven wij ESG vooral na door beleggingen uit te sluiten die slecht zijn voor mens en milieu en door engagement aan te gaan met bedrijven waarvan we denken dat ze meer aan ESG kunnen doen.’

Pas begonnen ontdekkingsreis

Ook streeft Leseman beleggingsgewijs naar climate positive impact door parken

voor windmolens en zonnepanelen, alsook de stabiliteit van het energienetwerk te financieren. Zeggens opmerking over data onderschrijft hij wél. 'Daarom zeggen wij tegen asset managers dat we best met ze in zee willen gaan, zolang ze bereid zijn eens per kwartaal of jaar een specifieke matrix op te leveren. Wij steken onze tijd alleen in managers die met ons aan de slag willen om hun ESG-rapportages goed op orde te krijgen.'

Zeggen peilt vervolgens de diepgang van de motivatie om in lijn met ESG te beleggen. Willen de aanwezigen dit zelf ook echt? Of doen ze het omdat het publiek dat wil? Dat eerste, denkt Van Bergen. Onlangs kreeg hij een enquête onder ogen van een grote Amerikaanse verzekeraar waaruit bleek dat ESG-integratie topprioriteit heeft voor een groot deel van de Europese investeerders.

Dat verzekeraars er op grote schaal mee aan de gang zijn gegaan, wil volgens Van Bergen echter nog niet zeggen dat het gesneden koek is. 'Integendeel.' Hij spreekt van een 'ESG-ontdekkingsreis waaraan we nog maar net begonnen zijn'. Daar moeten verzekeraars zich echter niet door laten ontmoedigen, vindt hij. 'Zoals de Engelsen het zo mooi zeggen: perfect is the enemy of good. Je moet ergens beginnen. Het is een kwestie van geloof, overtuiging, het neerzetten van kaders én aan de slag gaan.' Van Bergen merkt, en beluisterde dat óók in eerdere sessies tijdens het seminar, dat mensen bereid zijn inspanningen te leveren voor ESG. 'Inmiddels is er brede consensus dat duurzaamheid geen rendement hoeft te kosten en dat je er vaak al rendementen mee genereert die in lijn liggen met niet-ESG beleggingen. Soms omdat je met ESG-beleggingen het risico elimineert dat je je kapitaal in stranded assets verliest', aldus Van Bergen.

Liefst in house oplossen

Eerder op de middag werden diverse alternatieve beleggingen belicht. Zat daar iets bij dat de aandacht verdient in het licht van een verbeterde beleggingsmix, wil Zeggen weten. Voor Hegeman viel er zeker wat inspiratie te tanken gedurende de eerdere presentaties. Zo vond hij de kortlopende alternatives interessant en prikkelde de toelichtingen daarop hem wel tot nadenken. 'Maar heel veel andere alternatives hebben wij al in onze beleggingsportefeuilles. Alleen doen we dat vaak in-house om zoveel mogelijk de fees, die je anders aan externe vermogensbeheerders zou betalen, binnenboord te houden. Zo hebben wij bijvoorbeeld een uitgebreid Private Debt-team dat leningen origineert en het portefeuillebeheer doet. Daarnaast hebben we juristen en riskmanagers die verstand hebben van deze asset class. Zelf Private Debt doen, kan alleen als je groot genoeg bent. Dat we dit zelf doen, kan betekenen dat we mogelijk niet voor andere alternatives kiezen die ook interessant zijn. Daarin moeten we keuzes maken.'

Tot slot brengt Zeggen de rol van richtlijnen als IFRS 17 en 9 en Solvency II nog eens ter tafel. In hoeverre laten de gespreksdeelnemers die richtlijnen van invloed zijn op hun beleggingskeuzes? Lechkar typeert deze regelgeving als zeer gedetailleerd, uitdijend en in bepaalde gevallen complex, om eraan toe te voegen dat het hier weer zaak is om daarnaast een eigen visie te ontwikkelen op de risico's die aan bepaalde beleggingen kleven. 'Wij letten ook op het economisch kapitaal en de link tussen kapitaal en liquiditeit. Op IFRS en Solvency II staren wij ons niet blind. Ik denk dat een interne visie en investeren in beleggingsexpertise en risicomanagement ook belangrijke drivers zijn voor de keuzes die je maakt, naast regelgeving.'

Vertraging van de transitie

De transitie naar een duurzamere wereld houdt ook de zaal bezig. Gaat die wel snel genoeg is de vraag die Leseman tot slot voorgelegd krijgt. Nee, die gaat niet snel genoeg, denkt hij. 'Binnen de marge van 1,5 graad opwarming blijven we waarschijnlijk niet meer. Er valt in onze rol bovendien niets af te dwingen, want wij zijn niet degenen die aan de carbon knop bij een bedrijf draaien. Wij zijn degenen die het kapitaal op tafel leggen om dat mogelijk te maken. Jammer is in dat opzicht dat invoering van de CSRD-richtlijn (Corporate Sustainability Reporting Directive) is uitgesteld. Zouden wij sneller over de data over die bedrijven in Europa beschikken, dan zouden wij sneller gerichte engagementgesprekken met hen kunnen aangaan. Dit uitstel vertraagt helaas de duurzaamheidstransitie.' ■

IN HET KORT

Bij illiquide assets draait het om het juist kunnen inschatten van de illiquiditeitspremie, ook wel de complexiteitspremie genoemd.

Als een verzekeraar beschikt over interne infrastructuur en knowhow om risico's van illiquide assets te kunnen inschatten, dan kan de complexiteitspremie verdiend worden zonder verhoogd fundamenteel risico.

Beleggingsrisico's zijn beheersbaar door alleen te beleggen in asset classes die je begrijpt.

ESG is 'here to stay' voor institutionele beleggers.

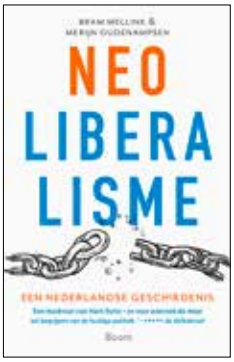
Het uitstel van de CSRD-richtlijn is een gemiste kans. Het vertraagt de duurzaamheidstransitie.

Neoliberalisme

Door *Hans Amesz*

In hun boek 'Neoliberalisme – Een Nederlandse geschiedenis' ontrafelen Bram Mellink en Merijn Oudenampsen de populariteit van het neoliberalisme in Nederland vanaf de jaren zeventig. Ze leggen helder uit welke economen, politici en hoge ambtenaren van de ministeries van Financiën en Economische Zaken daarbij een leidende rol hebben gespeeld. De maatschappelijke en economische visie ontstond na de beurskrach van 1929, toen de lange depressie van de jaren dertig het klassieke laissez-faire liberalisme onhoudbaar maakte. Het neoliberalisme was een poging om de essentie van het liberalisme te redden: marktwerking. Cruciaal is echter dat het neoliberalisme niet alleen draait om het geloof in de vrije markt en laissez-faire, maar ook om de overtuiging dat de overheid actief moet ingrijpen om de markt zijn gang te laten gaan. Als een marktmeester die monopolisten tegenhoudt, kraampjes laat concurreren en zelfs klanten disciplineert.

Mellink en Oudenampsen laten zien dat de opeenvolgende kabinetten-Drees in de jaren vijftig een wederopbouwbeleid ontwikkelden dat sterk marktgericht was, een mengsel van christen-democratische en neoliberale denkbeelden. De uitbouw van de verzorgingsstaat werd daarentegen pas in de jaren zestig écht gerealiseerd, tegen de wil van Drees, die toen al was afgetreden. Later, in het begin van de jaren zeventig, heeft het rode kabinet-Den Uyl in zijn beleidsagenda uiteindelijk, aldus de auteurs, grotendeels de trend gevolgd die al eerder door centrumrechtse kabinetten was ingezet. De Nederlandse overheid is al twintig jaar aan het privatiseren, waardoor veel deskundigheid is verplaatst naar consultancybureaus. Daardoor ontbreekt het binnen de overheid vaak aan kennis om dingen goed te plannen en uit te voeren. In dit verband hebben Mellink en Oudenampsen het over een holle staat, een staat zonder langetermijnvisie. Oftewel: een ideologische holheid. Je ziet dat er binnen de overheid geen sterke visie heerst over de toekomst, over waar we naartoe moeten met Nederland of over wat voor samenleving we willen zijn. Denk aan hoe we de klimaatcrisis het hoofd moeten bieden of wat we met de economie willen in de komende twintig jaar.



Bram Mellink en Merijn Oudenampsen
Neoliberalisme
Boom
ISBN: 9789024442485

Spoken

Door *Hans Amesz*

Nepnieuws geldt als een kwaal van de huidige samenleving. Het is het gevolg van verhalen op internet en de sociale media. Vaak hoor je dat dit fenomeen vroeger niet of nauwelijks voorkwam, maar dat is niet waar. In 'Spoken' ontmaskert historicus Pien van der Hoeven (1967) helder, bekwaam en gedetailleerd alle leugens en georganiseerde paranoia in drie Amerikaanse oorlogen: de Vietnamoorlog, Operation Desert Storm en de Irakoorlog. In de Vietnamoorlog begon de verspreiding van fake news met een vergissing. De toenmalige president van de Verenigde Staten, Lyndon B. Johnson, dacht dat Amerikaanse schepen in de Golf van Tonkin waren aangevallen. Hoewel dat niet zo bleek te zijn, bleef de Amerikaanse regering dat toch volhouden en loog dus over de feiten. Tijdens de Golfoorlog (Operation Desert Storm) werd het nepnieuws verspreid dat couveusebaby's in Koeweit door toedoen van Irakese militairen overleden. En in de Irakoorlog was er de commando-inzet in een ziekenhuis in Nasiriya om de zwaargewonde soldaat Jessica Lynch te redden. Dat hier sprake zou zijn geweest van een buitengewoon heldhaftige redding, was een leugen.

Met de titel van haar boek verwijst Pien van der Hoeven naar de spookbeelden van het militair-industriële complex. Het belang daarvan weet het eigenlijk steeds te winnen van de belangen van het Amerikaanse volk. Ondernemingen die profiteren van de oorlogsindustrie bespelen de publieke opinie met door hen gefinancierde denktanks, pr-bureaus en politici. Wat betreft de berichtgeving rond de oorlog in Oekraïne is er natuurlijk ook sprake van fake news, geld verdienen en patriottisme. De vraag wie er belang bij heeft dat bepaalde informatie naar buiten komt, moet altijd gesteld worden.

Pien van der Hoeven
Spoken
Prometheus
ISBN: 9789044649857

The Power Law

Door *Joost van Mierlo*

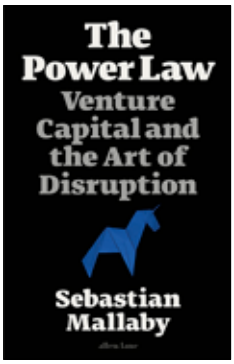
Private equity heeft een grote rol gespeeld bij de financiering van beginnende technologiebedrijven, met name in de Verenigde Staten en dan vooral in Silicon Valley. Het financieren van startende ondernemingen is een kwestie van durven, zo maakt Sebastian Mallaby duidelijk in het boek 'The Power Law'. Het vergt een pioniersmentaliteit die beter past bij de Amerikaanse westkust dan het meer bedaagde oosten van het land. Het is feitelijk alsof de goudkoorts van het einde van de negentiende eeuw opnieuw wordt beleefd.

De titel van het boek heeft betrekking op het feit dat in een portefeuille van ondernemingen die worden gefinancierd, het leeuwendeel uiteindelijk zal mislukken. Dit moet worden geaccepteerd. De winst die gemaakt kan worden met de enkele ondernemingen die slagen, compenseert met gemak alle verliezen. Of zou dat in ieder geval moeten doen.

Het boek levert een aanhoudende reeks van mooie verhalen op, vooral ook omdat niet te lang wordt stilgestaan bij de falende initiatieven. Het succes van de financiers ging aanvankelijk vooral ten koste van de ondernemers. Maar geleidelijk aan werden de ondernemers zelfbewuster. Dat wordt het mooist geïllustreerd door het moment waarop Facebook-oprichter Mark Zuckerberg niet alleen te laat op een afspraak met het machtige Sequoia Capital aankomt, maar zelfs niet de moeite heeft genomen om zijn pyjamabroek te vervangen. Terwijl Sequoia desondanks dolgraag wil investeren, wimpelt Zuckerberg hen af.

Het karakter van de financiers blijft veranderen. Zo is er tegenwoordig een grotere terughoudendheid onder startende ondernemingen ten aanzien van een beursgang. Het betekent dat het aantal private ondernemingen met een geschatte waarde van meer dan een miljard dollar, groter dan ooit is.

Het was in de jaren zeventig en tachtig vooral een wereld van daadkrachtige mannen, maar met name in China wordt de sector deze dagen gedomineerd door vrouwen. Maar uiteindelijk blijft de Power Law gelden. Hoeveel verliezers er ook zullen zijn, zolang er een paar ondernemingen duidelijk winnen, blijft private equity van belang.



Sebastian Mallaby
The Power Law
Allen Lane
ISBN: 9780241356524

China after Mao

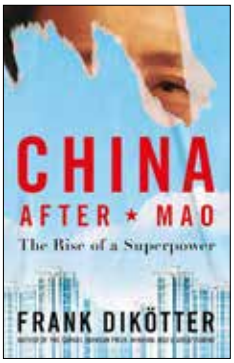
Door *Joost van Mierlo*

De Nederlandse historicus Frank Dikötter, al jarenlang Hoogleraar aan de Universiteit van Hongkong, ontleent zijn faam aan een reeks biografieën van de voormalige Chinese leider Mao Zedong. Geen andere historicus was eerder in staat om op basis van gedegen bronnenonderzoek de ellende te beschrijven die de communistische revolutie in China heeft veroorzaakt.

Die ellende is nog niet voorbij, zo maakt Dikötter duidelijk in zijn nieuwe boek, waarin de periode tussen 1976, het overlijden van Mao, en 2012, de komst van Xi Jinping, wordt beschreven. Het is volgens Dikötter een illusie om te denken dat China de marktwerking heeft omarmd. De grootste private bedrijven worden nog altijd geleid door vertegenwoordigers van de Communistische Partij en de financiering van ondernemingen wordt ook nu nog grotendeels geregeld via staatsbanken, waardoor de overheid een stevige vinger in de pap houdt.

Het is de afgelopen jaren duidelijk geworden dat er in China geen sprake is van een geleidelijke overgang naar democratie. De prominente rol van de staat is feitelijk zelfs aangescherpt in de periode sinds Xi aantrad als president, zo maakt Dikötter duidelijk in de epiloog van zijn boek. En er is ook nooit een serieuze poging in de richting van democratie ondernomen, aldus Dikötter, die veelvuldig gebruikmaakt van het geheime dagboek van een hoge staatsfunctionaris.

China mag dan aanzienlijk rijker zijn dan vijftig jaar geleden, het grootste deel van de bevolking zucht nog altijd onder de staatsterreur. En dat zal de komende jaren alleen maar erger worden.



Frank Dikötter
China after Mao
Bloomsbury
ISBN: 9781526634283

Het grauwe geopolitieke plaatje zet aan tot groeiend pessimisme

Globalisering staat onder druk en er is weinig reden om te verwachten dat de relaties tussen de supermachten China en de Verenigde Staten verbeteren. Het verschuivende mondiale politieke kader heeft grote implicaties voor beleggers.

Lange tijd geloofde het Westen dat landen als China zouden liberaliseren en democratiseren naarmate ze welvarender werden. Dat is echter niet bewaarheid. China wordt niet langer als een belangrijke kans gezien, maar steeds meer als bedreiging.

Voorheen hadden westerse landen vooral dollartekens in hun ogen als ze de blik naar China wendden. Nu hebben ze vooral een strategische bril op, waarbij meer oog is voor de geopolitieke dreiging vanuit Beijing. Daarbij moet niet worden vergeten dat het in het verleden veel vaker wel dan niet tot oorlog kwam als een zittende grootmacht werd uitgedaagd of zich uitgedaagd voelde door een opkomende macht.

De rivaliteit tussen Beijing en Washington wordt veelal geplaatst in het kader van de strijd tussen een democratisch blok en een autoritair blok. Zo zwart-wit is het niet: staten als India laveren tussen de kampen en democratische landen zijn niet al te kieskeurig in hun partnerkeuze.

Deze kanttekeningen daargelaten is er wel sprake van blokvorming en van politici die beleidsvraagstukken breder moeten insteken en zich niet langer alleen kunnen afvragen hoeveel geld iets oplevert.

Dit verschuivende politieke plaatje heeft grote gevolgen voor beleggers en investeerders:

- Onzekerheid over investeringsregels zal internationale kapitaalstromen hinderen en de winstgevendheid aantasten van bedrijven die zwaar leunen op de omzet in landen die meer en meer op 'zwarte lijsten' staan.
- De enorme invloed van de dollar en Amerikaanse aandelen- en obligatiemarkten, alsmede de macht die Washington via de markten heeft over andere landen, stimuleert staten als China om de afhankelijkheid van Amerika te verminderen. Versplintering van internationale financiële markten zorgt voor minder efficiënte kapitaalallocatie en daarmee voor hogere financieringskosten voor bedrijven.
- Veel landen zullen hun reserves niet automatisch meer beleggen in westerse staatsobligaties. Nu centrale banken minder obligaties kopen of zelfs verkopen en overheidstekorten groot blijven, kan dit extra opwaartse rentedruk veroorzaken. Financieringskosten voor overheden stijgen dan, wat botst met de behoefte aan een grotere rol van de overheid. Dit kan leiden tot hogere winstbelastingen en/of meer druk op centrale banken om overheidstekorten te financieren. Het geheel hiervan resulteert in nog hogere inflatie.
- Veel westerse regeringen laten doorschemeren dat het marktdenken soms toch de tweede viool moet spelen en hameren meer op betaalbaarheid, leveringszekerheid, geopolitieke overwegingen en duurzaamheid. Dit kan op de lange termijn goed uitpakken, maar vergroot wel de onzekerheid voor het bedrijfsleven.
- In pogingen om kiezers te beschermen tegen torenhoge inflatie en de opkomst van populisten af te remmen, accepteren overheden grotere begrotingstekorten. Ook de neiging om meer te spenderen aan defensie en aanverwante zaken vergroot de druk op de overheidsfinanciën. We zagen in het Verenigd Koninkrijk wat er gebeurt als markten twijfelen aan de boekhoudkwaliteiten van een regering.
- Meer blokvorming, grotere politieke instabiliteit, zekerheid van levering boven efficiëntie en minder makkelijke toegang tot internationaal kapitaal zetten allemaal een rem op de productiviteitsgroei en daarmee op de vooruitzichten voor mondiale economische groei. En gezien de almaar groeiende schuldenbergen – onder meer door enorme fiscale stimuleringspakketten die nu weer worden opgetuigd in veel westerse landen – en de vergrijzing is juist het op peil houden van de groei essentieel om een grote economische crisis te voorkomen. ■

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

Kees Verbaas

Van Altis Investment Management naar Robeco

1989
Free Master Programme, Universiteit Leiden

1989
Bedrijfskunde, Erasmus Universiteit

1964
Geboren in Delft

Proficiat met uw nieuwe stap. Hoe bevalt uw nieuwe functie?
Heel goed! Het was een warm welkom terug. Ik heb eerder bij Robeco gewerkt en uit die tijd ken ik nog diverse mensen. Na tien jaar selectie van vermogensbeheerders vind ik het leuk om weer terug te zijn in actief management, dichter op de markten en de beleggingsportefeuilles. De internationale omgeving met beleggingsteams en klanten in diverse landen spreekt me erg aan.

U begon uw beleggingscarrière bij ABN AMRO Asset Management. Wat heeft u daar gedaan?
Ik heb er jaren als belegger in Emerging Markets gewerkt. Eerst ben ik begonnen als Analist en Medebeheerder van het Oost-Europa Aandelenfonds, daarna ben ik doorgegroeid tot Captain van het Emerging Markets-team. Ik heb er veel van het vak geleerd. Hoe politiek en macro-economie de markten kunnen beïnvloeden, hoe belangrijk de waardering is bij aandelenselectie en ook dat het vroeg durven instappen bij positieve veranderingen tot mooie rendementen kan leiden.

Daarnaast heeft u in diverse functies gewerkt bij Hermes Fund Managers, Blue Sky Group en Altis Management. Kunt u aangeven welke kennis u bij deze werkgevers heeft opgedaan?
Toen na de overname van ABN AMRO vrijwel alle beleggers hun baan verloren, ben ik bij Hermes in Londen gaan werken. Mijn start was een paar weken vóór de heftige beursdalingen van de financiële crisis. Dat was extreem stressvol, maar gelukkig zijn onze portefeuilles de daling en het snelle herstel erna goed doorgekomen. De spirit van werken in de City heeft een blijvende indruk achtergelaten. De laatste tien jaar heb ik mij met managerselectie bezig gehouden. De belangrijkste take-away is dat actief management wel degelijk waarde toevoegt, ondanks het vaak gehoorde adagium dat de gemiddelde manager niet kan outperformen. Er zijn diverse goede asset managers die wel degelijk beter dan gemiddeld presteren en ook op het gebied van duurzaamheid veel waarde voor klanten toevoegen.

Hoe en wanneer bent u opnieuw in contact gekomen met Robeco?
Het is een van die goede managers en bij Altis hadden we diverse strategieën van Robeco geselecteerd, dus er was al regelmatig contact. Met Mark van der Kroft, de CIO Aandelen, waren we er snel uit dat mijn ervaring goed aansluit op wat de job vraagt.

Op welk vlak kunt u de expertise die u heeft opgedaan, gebruiken in uw nieuwe functie?
Door de jaren heen heb ik de beste managers van de wereld in actie gezien, veel klantenwerk gedaan en teams aangevoerd die in spannende tijden zelf portefeuilles beheerden. Doel is om die ervaring te vertalen naar beleggingsoplossingen die passen bij een steeds veranderende klantvraag.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?
Jazeker! Gelukkig staat er een ondernemende organisatie met sterke teams waarmee we verder kunnen bouwen. Ik voorzie geen groot veranderprogramma.

Wat verwacht u als Global Head of Fundamental Equity te verwezenlijken?
Op de eerste plaats willen we goede beleggingsresultaten neerzetten. Duurzaamheid is daarbij een belangrijk onderdeel en Robeco denkt behalve aan de beleggingsrisico's gelukkig ook aan de kansen die de transitie brengt. Daarnaast willen we met nieuwe producten inspelen op de behoefte van diverse klantgroepen. Het Net Zero 2050 Climate Fund en de aandelenfondsen die zich richten op de SDGs zijn daarvan al mooie voorbeelden. Ten slotte blijft beleggen mensenwerk. Sterke teams met durf en diversiteit in denken zijn cruciaal om tot goede resultaten te komen. Daarin blijven investeren is een belangrijk onderdeel van de functie.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?
In bovenstaande kan ik mijn ei ruimschoots kwijt. Ik ben blij om weer terug te zijn! ■

FOTO: ARCHIEF ROBECO

Tarik Nbigui
gaat aan de slag als Senior Beleggingsstrateeg bij Philips Pensioenfonds.

Jellie Banga
is benoemd tot Directeur van het Impact Institute.

Bas van Rhijn
is toegetreden tot de Raad van Advies van Van Lawick Capital.

Elles Diepeveen-van Cromvoirt
is aangesteld als Directeur Corporate Communicatie bij PGGM.

Matthijs van der Veen
is benoemd tot Head of Business Management Europe bij BNP Paribas Asset Management.

Justo Engelander
gaat aan de slag als Trader bij APG Asset Management.

Saskia de Nie
is benoemd tot Head of Asset Management Offices bij CBRE Investment Management.

Joost Beaumont
is aangesteld als Head of Bank Research bij ABN AMRO.

Don van der Steeg
gaat aan de slag als Senior Manager Workforce Strategy bij PwC.

Esther Vijverberg
is begonnen als Beleids-adviseur Pensioen bij het Verbond van Verzekeraars.

Edwin Troost
gaat aan de slag als Senior Accountmanager Pensioen bij Centraal Beheer PPI.

Michel van Mazijk
is aangesteld als Head of Northern Europe, Middle East and Africa bij T. Rowe Price.

Jeroen Visser
is benoemd tot Executive Director - Head of Client Service Netherlands & Belgium bij J.P. Morgan.

Nikki Trip
gaat aan de slag als Consultant bij AF Advisors.

Philippe van Leeuwen, Steven de Bok en Alexandra Groote-Hoeksema
zijn benoemd bij Columbia Threadneedle Investments tot respectievelijk Senior Client Director, Client Director en Senior RFP Writer.

Niels Kleijn
gaat leiding geven aan het Direct Lending Origination team van DWS in de Benelux.

Sander Hoeke
is aangesteld als Director van het MidCap team bij CBRE.

Jacqueline van der Voort
is benoemd tot Managing Director bij Van Lanschot Kempen.

Susan Leerkes
is benoemd tot CEO bij Van Lanschot Kempen Zwitserland.

Brahim Bakayan
is begonnen als Hoofd Pensioenuitvoering BPF Bouw bij APG.

Fransje Puts
is aangesteld als Client Manager & Advisor Responsible Investment bij MN.

Martijn Sollewijk Gelpke
is benoemd tot Toezicht-houder Analist bij Achmea Investment Management.

Margreet Schuit
versterkt het bestuur van Pensioenfonds Staples.

Peter Ferket
is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Zorg en Welzijn.

Gijs Spijkers
is aangesteld als Directeur Digitale Transformatie bij Blue Sky Group.

Pieter van Stijn
is aangesteld als ESG Product Specialist bij Columbia Threadneedle Investments.

Brenda Kramer
is benoemd tot Hoofd van het SFDR en het EU taxono-mie team bij PGGM.

Wilbert Aarts
is toegetreden tot het bestuur van Bond Capital Partners.

Yves van den Berk
is begonnen als ETF & Index Fund Sales Benelux bij UBS Asset Management.

Mariële Poot
is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Pensioenfonds PGB.

Aswin Bouwmeester
is benoemd tot Risico-Consultant bij Ortec Finance.

Kees van Hardeveld en Marco Peetsma
voegen zich bij CBRE als respectievelijk Senior Director van het Development Services team en Associate Director van het Hotelteam.

Hanzo van Beusekom
is toegetreden tot de Board van IOSCO.

Rachel Whittaker
treedt toe tot de Executive Committee van Robeco Switzerland Ltd.

Alex Kyei, Jasper Brand en Tiemen van der Kolk
zijn in dienst getreden bij IBS Capital Allies, respectievelijk als Mid-Office Medewerker Private Market Funds, Junior Relationship Manager en Beleggingsanalist.

Henriette Honée
gaat leidinggeven aan het Klantcluster ABP/PWRI binnen fondsbediening bij APG.

Laurie Kuijpers
is begonnen als Partner bij Simmons & Simmons in het Amsterdamse team Werk, Beloningen en Pensioenen.

Mieke van Veldhuizen
is aan de slag gegaan bij Pensioenfonds Metaal en Techniek als lid namens de gepensioneerden.

Marcus Eilers
is benoemd tot Hoofd Europese Beleggingen Woonsector bij M&G.

Jochem Wiersma
is begonnen als Hoofd Sales bij Cardano.

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

FOTO: ARCHIEF PENSIOENFONDS ZORG EN WELZIJN

STATE STREET GLOBAL ADVISORS SPDR®

SPY

Liquiditeit waar je op kan rekenen

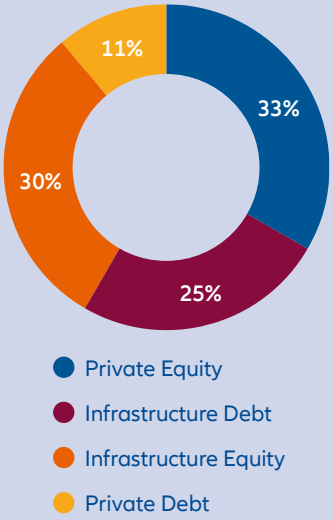
Learn more at **ssga.com/etfs**

Capital at risk. Marketing Communication.
© 2022 State Street Corporation. All rights reserved. 1258557-5046893.1.1.EMEA.INST 1022 Exp. Date: 30/11/2023

YOUR CO-INVESTING PARTNER FOR PRIVATE MARKETS

For more than **15 years**, and as **one of the world's largest insurers**, Allianz has been investing insurance and pension assets directly and indirectly in private market assets such as private debt and equity, infrastructure debt and equity, renewable energy, impact and development finance, real estate debt and trade finance.

Allianz Global Investors has a wide range of private market strategies open for third-party investors and currently manages **€90 billion*** in these markets.



Investments in Private Markets and Real Assets are highly illiquid and designed for professional investors pursuing a long term investment strategy only.

Sjoerd Angenent Director
Institutional Business Development, The Netherlands
+31 6 10137222
Sjoerd.Angenent@allianzgi.com

Tim Soetens Director
Institutional Business Development, The Netherlands
+31 88 577 4196
Tim.Soetens@allianzgi.com

nl.allianzgi.com

*Source: Allianz Global Investors as at 30 June 2022.
The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. Past performance does not predict future returns. The Summary of Investor Rights is available in English, French, German, Italian and Spanish at https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights.
For investors in the European Economic Area (EEA) & United Kingdom: This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH, HYPERLINK "http://www.allianzgi" www.allianzgi. com, an investment company with limited liability, incorporated in Germany, with its registered office at Bockenheimer Landstrasse 42–44, 60323 Frankfurt/M, registered with the local court Frankfurt/M under HRB 9340, authorised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (HYPERLINK "http://www.bafin.de" www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH has established branches in the United Kingdom, France, Italy, Spain, Luxembourg, Sweden, Belgium and the Netherlands. Contact details and information on the local regulation are available here: www.allianzgi.com/Info).
For investors in Switzerland: This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors (Schweiz) AG, a 100% subsidiary of Allianz Global Investors GmbH.
As at December 2021. Admaster 2024078

Allianz Global Investors