

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

SOMMEN ZEGGEN OOK NIET ALLES

Agnes Joseph,
Achmea Pensioenservices

RONDE TAFEL EMD

7 experts aan het woord

WERELDWIJDE BLIK ONONTBEERLIJK VOOR GOEDE BESLISSINGEN

Rishma Moennasing,
Rabobank



PANELVERSLAG
Biodiversiteit

Seminar 'Climate Risks & Opportunities in Real Assets'

Datum: 20 juni 2023 – 13.30-17.00 uur

Locatie: a.s.r. real assets investment partners, Utrecht

Hoe kun je als Real Assets-belegger je impact vergroten om de klimaatdoelstellingen te behalen? Hoe meet en monitor je jouw klimaatdoelstellingen in Real Assets? Hoe bepaal je het risico op stranded assets?

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen om je Real Assets-beleggingen naar Net Zero te brengen? Welke beleggingskansen biedt dat?

Krijgt ESG niet te veel nadruk en verliezen we risico en rendement daardoor niet uit het oog? Hoe kwantificeer je 'green CAPEX' versus de 'green premium'?

Op **dinsdagmiddag 20 juni van 13:30-17:00 uur** zullen diverse experts ingaan op deze en andere actuele vragen tijdens een educatief seminar onder leiding van dagvoorzitter **Lilian ter Doest**, Senior Consultant Real Estate & Infrastructure bij a.s.r. real assets investment partners.

Diverse sprekers zullen hun visie delen, waaronder:

- **Peter Hobbs**, Managing Director, bfinance
- **Luc Joosten**, Managing Director, a.s.r. real assets investment partners
- **Clara Mouysset**, Impact Investment Executive Director, Climate Infrastructure, Tikehau Capital
- **Dongxiao Niu**, Post-Doctoral Researcher, School of Business and Economics, Maastricht University
- **Vincent Nobel**, Head of Asset-Based Lending, Federated Hermes Limited
- **Alan Page**, Manager, M&G Real Estate
- **Andrea Palmer**, Responsible Investment Lead, Listed Real Estate, PGGM
- **Arjan van Wieren**, Head of Infrastructure, Real Estate & Impact Investing, MN

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor buy-side beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij pensioenfondsen, fiduciair managers, family offices, consultants, banken, verzekeraars of die werkzaam zijn op het gebied van de selectie van fondsen van derden bij onafhankelijke asset managers. Uw aanmelding is onderhevig aan goedkeuring van Financial Investigator/de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl/seminar-20-06-2023

In samenwerking met:

a.s.r. real assets investment partners

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Pierre Abadie, Bruno Bamberger, Ward Brown,
 Randy Caenen, Han Dieperink, Valeria
 Dinershteyn, Jacqueline Duiker, Karin van Dijk,
 Martijn Euverman, Robbert-Jan Gelissen, Amit
 Goel, Thomas Haugaard, Adrian Hilton, Thijs
 Jochems, Agnes Joseph, Joyce Kerkvliet, Rik
 Klerkx, Raymond de Kuiper, Andy Langenkamp,
 Esther Law, Haiyan Li-Labbé, Eugénie Mathieu,
 Rishma Moennasing, Naki Nartey, Mathias
 Neidert, Judith Norbart, Michiel Pikelharing,
 Sergey Pergamentsev, Ward Poirters, Jovan
 Ponsioen, Pieter van Putten, Pim Rank, Edwin
 Schokker, Sjacco Schouten, Sander Smeets,
 Bart Sonnenschein, Hanna Spanier, Liudmila
 Strakodonskaya, Annemiek van Vuren, Martijn
 Vijver en Linda Yueh

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Kees Rijken Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Continu leren, nieuwsgierig blijven en breder kijken dan beleggen

Ook na de renteverhoging van begin mei is de Europese Centrale Bank (ECB) waarschijnlijk nog niet klaar met het verkrappen van haar monetaire beleid. Tijdens de beleidsvergadering werd geconcludeerd dat de inflatie vermoedelijk voor langere tijd te hoog zal blijven. Er is meer nodig om de inflatie naar de doelstelling van 2% terug te dringen. De ECB gaf verder aan dat ze verwacht in juli te stoppen met het herinvesteren van de opbrengsten van aflopende obligaties.

ECB-president Christine Lagarde gaf tijdens de persconferentie na afloop van de vergadering aan dat het stoppen van de herinvesteringen nog wel een ongewenst neveneffect heeft. 'Vrijvallende opbrengsten uit de obligatieportefeuille met bedrijfsobligaties worden nu nog herbelegd in bedrijven met een green footprint om te voldoen aan de verplichtingen die de centrale bank voor zichzelf ziet bij het Klimaatakkoord van Parijs.'



Het Klimaatakkoord van Parijs staat centraal bij veel van wat wij op dit moment organiseren en publiceren. In het coverinterview laat Rishma Moennasing, Lead Funds & Sustainability bij de Rabobank, zien waarom het belangrijk is dat we continu leren, nieuwsgierig blijven en breder

kijken dan beleggen, en om dat echt duurzaam te doen. Wat zijn de globale trends, waar beweegt de wereld zich naartoe, welke beleidsmakers zijn aan zet en wat leeft er in een samenleving?

Het daarbij aansluitende thema biodiversiteit en de energietransitie krijgt veel aandacht, onder andere met een paneldiscussie over de beleggingsingrediënten voor een succesvolle energietransitie. Een ander panel keek voor het herstel van biodiversiteit voorbij de risicodiscussie om juist de kansen te benadrukken die biodiversiteit biedt.

Een tweede thema van deze uitgave is het nieuwe pensioenstelsel. Verschillende experts bogen zich over de verborgen voordelen van het risico-bereidheids-onderzoek.

Een derde onderwerp waar wij dit keer veel aandacht aan besteden, is China en Emerging Markets, met een uitgebreid verslag van de recente ronde tafel over de positieve ontwikkelingen rond EMD.

Verder in deze editie onder andere een interview met Dr. Linda Yueh van de London Business School, over hoe we op zoek moeten gaan naar een nieuwe consensus om de aarde te redden, een gesprek met Agnes Joseph, Actuaris bij Achmea Pensioenservices, die aan ons parlement heeft uitgelegd waarom de Wet toekomst pensioenen veel meer omvat dan veel rekenen, en de prikkelende opinies van onze columnisten.

Ik wens u veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar 'Climate Risks & Opportunities in Real Assets'

Datum: 20 juni 2023
 13.30-17.00 uur

Locatie: a.s.r. real assets
 investment partners,
 Utrecht

financialinvestigator/
 seminar-20-06-2023



10

Een wereldwijde blik is onontbeerlijk voor goede beleggingsbeslissingen

6

Op zoek naar nieuwe consensus om de aarde te redden



18

Ronde Tafel EMD

COVERVERHAAL

10 Een wereldwijde blik is onontbeerlijk voor goede beleggingsbeslissingen, Interview met Rishma Moennasing, Rabobank

THEMA CHINA & EMERGING MARKETS

- 18 Ronde Tafel EMD**
- 28 Demystifying EMD hard currency**, Janus Henderson Investors
- 30 Still numerous opportunities in China**, Interview with Haiyan Li-Labbé, Carmignac
- 32 Developments in the emerging markets sovereign sustainable bond market**, Amundi
- 34 Emerging markets have learned from their past**, Interview with Amit Goel, Fidelity International
- 36 Rendement EMD ongekend interessant, maar nog onopgemerkt**, MFS Investment Management

THEMA BIODIVERSITY & ENERGY TRANSITION

- 48 Paneldiscussie Energietransitie**
- 52 Decarbonisation and driving value in private markets**, Interview with Pierre Abadie, Tikehau Capital
- 54 Beyond climate change: integrating natural capital into equity portfolios**, Interview with Valeria Dinershteyn, Northern Trust Asset Management
- 58 Integrating biodiversity into fixed income portfolios**, AXA Investment Management
- 60 Paneldiscussie Biodiversiteit**

THEMA BELEGGEN ONDER HET NIEUWE PENSIENSTELSEL

- 14 Sommen zeggen ook niet alles**, Interview met Agnes Joseph, Achmea Pensioenservices
- 38 Paneldiscussie Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel**
- 42 Beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel met LDI 2.0**, Interview met Raymond de Kuiper en Sergey Pergamentsev, BNP Paribas Asset Management
- 46 Keuzestress op weg naar het nieuwe pensioenstelsel**, AZL

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Op zoek naar nieuwe consensus om de aarde te redden, Interview met Dr. Linda Yueh, London Business School

S Gesponsord

64 Naast een MiFID top-up nu ook een MiCAR top-up voor fondsbeheerders, Orange Clover

COLUMNS

- 9 CFA Society Netherlands:** Europees provisieverbod, verstandig of niet?
- 17 Han Dieperink:** De euthanasie van de spaarder
- 27 Andy Langenkamp:** Balanceeract rond Taiwan erodeert
- 57 Thijs Jochems:** Monetaire politiek is gebaseerd op drijfzand
- 67 Pim Rank:** DORA: veiligheid door veerkracht?
- 70 IVBN:** Wederzijdse belangen overbruggen

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 68** Boeken
- 71** On the move special: **Jovan Ponsioen**
- 72** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 08/06:** Webinar 'Infrastructure Debt'
- 20/06:** Seminar 'Climate Risks & Opportunities in Real Assets'
- 22/06:** Ronde Tafel 'Pensioenadministratie en Vermogensbeheeradministratie onder het nieuwe pensioenstelsel'
- 23/06:** Ronde Tafel 'Sustainable Investing in Private Equity'
- 29/06:** Ronde Tafel 'Climate Risks in Real Estate'
- 03/07:** Ronde Tafel 'Biodiversity'
- 04/07:** Ronde Tafel 'ESG & Impact Investing: Performance Measurement & Integration'



38 Paneldiscussie Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel



Paneldiscussie Energietransitie **48**



60 Paneldiscussie Biodiversiteit

STATE STREET SPDR ETFs:

Techsector als motor voor Europese groei

De economische groei vertraagt en op het Europese vasteland loopt de inflatie daarmee ook langzaam maar zeker terug. Dat is volgens State Street SPDR ETFs deze zomer een mogelijk scenario, waarbij ook een einde zal komen aan verdere renteverhogingen. Zolang de inflatie nog niet onder controle is, zullen centrale banken echter voorzichtig blijven met het verlagen van de rente. In deze situatie, van hogere rente voor een langere tijd, zijn gevestigde, goed gekapitaliseerde bedrijven in de consumentengoederen- en technologiesector volgens de vermogensbeheerder sterk gepositioneerd.

De toenemende inzet van AI binnen de detailhandel, het bankwezen en de industriële sector heeft een grote impact op de vraag naar hardware- en softwareproducten en -diensten binnen die sectoren. In een omgeving met aanhoudende tekorten op de arbeidsmarkt, is hogere arbeidsproductiviteit door AI en robotisering een aantrekkelijke route om het concurrentievermogen

van Europa op peil te houden. Het zorgt voor een aanhoudende vraag naar de hardware die nodig is om de enorme vereiste rekenkracht te faciliteren.

De plannen van Europa, om te investeren in techkampioenen van eigen bodem, jagen deze vraag volgens State Street SPDR ETFs verder aan. De Europese Unie zette haar ambitie kracht bij met de recente bekendmaking dat ze 43 miljard zal investeren in de Europese techsector. Het moet Europa onder andere minder afhankelijk maken van Aziatische chipproducenten.

Daarnaast lanceerde de Europese Commissie de Net-Zero Industry Act, een beleidspakket om de industriële productie van duurzame technologieën voor Europa te behouden. Het kan volgens de vermogensbeheerder worden gezien als een reactie op de US Inflation Reduction Act, die in Europa met argusogen wordt bekeken, omdat deze met belastingkortingen clean tech-producten naar Amerika zou lokken.



CFA Society Netherlands en CIP gaan intensief samenwerken

Het CIP (Certified Investment Professional) gaat na 16 jaar zelfstandigheid een verregaande samenwerking aan met CFA Society Netherlands. De CIP-opleiding zal voortaan CIOP (Certified Investment Operations Professional) heten en wordt opgenomen in de educatieportefeuille van CFA Society Netherlands, die ook het CIP-register zal gaan beheren.

De Stichting CIP wordt omgevormd naar de CIOP Academy en gaat zich toeleggen op het ontwikkelen en geven van de CIOP-opleiding en de afzonderlijke modules.

De huidige en door de stichting CIP gevalideerde CIP-geregistreerden zijn uitgenodigd om lid te worden van CFA Society Netherlands en worden volledig opgenomen in de beroepsvereniging en -community voor beleggingsprofessionals. Nieuwe CIOP-studenten kunnen kandidaatlid van CFA Society Netherlands worden en tijdens hun studie al deelnemen aan alle activiteiten en bijeenkomsten van de vereniging.

DE PRIORITEITEN VAN

Robbert-Jan Gelissen

1 Inflatie staat al vele jaren bovenaan in mijn agenda. Ik verwacht dat dit de komende jaren zo blijft. Wij zoeken naar beleggingen die inflatiebescherming bieden. Zodoende alloceren wij al enige jaren een relatief groot gedeelte van de beheermandaten naar de illiquide vermogensklassen private debt (floating rate) en infrastructuur.

2 Binnen aandelen kiezen we vooral voor passieve beheerders, die duurzaam en belastingefficiënt zijn. Ondanks dat de regionale allocatie, beleggingstijl (groei/value en

large/small cap) en selectie van actieve beheerders voor small caps, opkomende markten en frontiermarkten, voor ons lange-termijnkeuzes zijn, houdt dit onderwerp mij veel bezig.

3 Vrijwel iedere belegger is uniek, bijvoorbeeld in risicohouding, inkomens- en vermogensdoelstelling, en liquiditeitseisen. Onze bewuste keuze om geen standaardbeleggingsprofielen te hanteren, zorgt voor mij als portefeuillebeheerder wekelijks voor extra werkzaamheden om iedere portefeuille in balans te houden.



Robbert-Jan Gelissen is medeoprichter van Providence Capital en verantwoordelijk voor portefeuillebeheer en risicomangement. Ook is hij lid van het Investment Committee. Gelissen is afgestudeerd in Econometrie aan de Rijksuniversiteit Groningen en mag de titel voeren van Chartered Financial Analyst (CFA).

Energiemix Europese fossiele energiebedrijven in 2030 nog niet in lijn met 1,5°C

De energieproductie van Europese en Amerikaanse fossiele energiebedrijven zal in 2030 nog steeds gedomineerd worden door olie en gas. Dat is de belangrijkste conclusie van een onderzoek dat door Accela Research is uitgevoerd in opdracht van PGGM, Achmea Investment Management, APG Asset Management, MN en Pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer.

Het onderzoek vergelijkt de prestaties van BP, Eni, Equinor, Shell en TotalEnergies op het gebied van emissiereductie en investeringen. Hoewel de Europese energieconcerns voorlopers zijn in de fossiele energiesector als het gaat om de energietransitie, laat het rapport

zien dat ze meer tempo moeten maken om hun bedrijfsmodel in lijn te brengen met de ambitie om de opwarming van de aarde te beperken tot 1,5°C.

Zo hebben de Europese concerns hoge groei-doelstellingen voor bio-energie gesteld voor 2030, maar de strategieën voor de opwekking van hernieuwbare energie zijn wisselend. Gezien de verwachting dat alle onderzochte bedrijven, behalve BP, tussen 2022 en 2030 de productie van olie en gas zullen verhogen, schat Accela Research dat de bedrijfsportefeuilles in 2030 gemiddeld voor 82% uit olie- en gasproductie zullen bestaan en voor 18% uit CO₂-arme alternatieven.

PIMCO

Hoger risico op diepere recessie VS en Europa door bankstress

Bankfaillissementen, volatiliteit bij bank aandelen, stijgende kapitaalkosten en een voortdurend risico op een bankrun bij regionale banken in de VS hebben het risico op een snellere en diepere recessie verhoogd. Dat stellen Tiffany Wilding en Andrew Balls, respectievelijk Econoom en CIO Global Fixed Income bij PIMCO. Zij zien dat de sterke renteverhogingen door centrale banken om de inflatie te bestrijden hebben bijgedragen aan de recente volatiliteit in de financiële sector. En hoewel de eindrentes nu waarschijnlijk lager liggen, zal enige monetaire versoepeling volgens hen nog wel even op zich laten wachten. 'Een vereiste is dat de inflatie dichterbij het streefniveau komt. In de tussentijd zal de werkloosheid waarschijnlijk stijgen.'

Het omvallen van banken in de VS en de overname van Credit Suisse in Europa zullen waarschijnlijk leiden tot een milde recessie in de VS en vormen



een tegenwind die Europa ook heel goed in een recessie zou kunnen duwen. 'Aangezien zelfs grote banken onder een vertrouwenscrisis kunnen lijden, menen wij dat het risico van een diepere recessie zeker is toegenomen.'

De vermogensbeheerder verwacht dat de Fed hierdoor waarschijnlijk (bijna) klaar is met het verhogen van de beleidsrente en dat de inflatie in de eurozone langer hoog blijft door hoge gasprijzen en een zwakkere munt.

Indexus wordt overgenomen door Semmie

Indexus, dat ook de online vermogensbeheerpropositie Dexxi omvat, wordt overgenomen door Semmie. De overname bevestigt de huidige consolidatieslag in de markt voor zelfstandige vermogensbeheerders die al enkele jaren gaande is.

Semmie is een label van vermogensbeheerder Sem.nl en maakt onderdeel uit van de Semmie groep. De vermogensbeheerder levert haar diensten volledig digitaal.

Indexus is in 1997 opgericht met kantoren in Amsterdam, Arnhem, Eindhoven en Heerenveen. Sinds 2009 richt het zich volledig op passief indexbeleggen. Dexxi is het label van Indexus dat digitaal vermogensbeheerdiensten levert.

De vermogensbeheerklanten van Indexus en Dexxi komen in de loop van dit jaar over naar de Semmie Groep, samen met het team van Indexus.

African Development Bank en ILX ondertekenen partnership

De African Development Bank (AfDB) en ILX Management BV (ILX) hebben een samenwerkingsovereenkomst getekend om investeringen op te voeren en de mobilisatie van kapitaal door institutionele beleggers te stimuleren voor projecten in de regionale lidstaten van de Bank Groep. De projecten zijn gericht op de SDGs en het klimaat.

APG Asset Management heeft samen met Achmea Investment Management (namens Pensioenfonds Vervoer) \$ 1.050 miljoen toegezegd aan het Emerging Market Private Credit Fund ILX Fund I om te investeren in vier belangrijke economische sectoren: toegang tot (schone) energie, duurzame industrie en infrastructuur, inclusieve financiering, en voedselzekerheid.

Op zoek naar nieuwe consensus om de aarde te redden

Elkaar versterkende financiële crises volgen elkaar steeds sneller op. Dat betekent echter ook dat we steeds meer ervaring krijgen in het bedwingen ervan. Hopelijk is die ervaring voldoende om te voorkomen dat we, bij de onvermijdelijke volgende crisis, te maken krijgen met een nieuwe Grote Depressie.

Door Joost van Mierlo

Dat is de voornaamste boodschap van Linda Yueh in haar nieuwste boek *The Great Crashes: Lessons from Global Meltdowns and How to Prevent Them*. Garanties zijn er niet, zo maakt ze duidelijk, maar tegelijkertijd is het evident dat er in de afgelopen eeuw veel is geleerd. En dan met name over de rol van centrale banken. In het verleden waren centrale banken erg behoedzaam met ingrijpen in de economie. Nu is er sprake van een actiever beleid. Het 'tegen de wind leunen' is onderdeel geworden van het taalgebruik van centrale bankiers, merkt ze op.

Yueh is Adjunct-Hoogleraar Economie aan de London Business School en is een bekende verschijning dankzij de documentaires die ze maakte voor de BBC World Service en Bloomberg Television over bijvoorbeeld de Amerikaanse verkiezingen. Ze is een begenadigd schrijver die inmiddels elf boeken heeft gepubliceerd. De meest recente boeken gaan over de lessen uit het verleden. Twee jaar geleden verscheen haar boek over de lessen van de belangrijkste economen. Nu wordt ingegaan op de lessen van de recessies, de 'crashes', van de afgelopen eeuw.

Financiële dwaasheid is iets van alle tijden, zo wordt duidelijk uit uw boek. Maar is die dwaasheid dezer dagen geavanceerder en daardoor gevaarlijker?

'Nu we terugkijken op bijna een eeuw aan spectaculaire crashes, valt op dat de crises elkaar steeds sneller opvolgen. In de jaren zeventig en tachtig zijn financiële markten in hoog tempo geïnternationaliseerd, waardoor een crisis in een land nu snel kan overwaaien naar een ander land.

Het is duidelijk dat er gelijksoortige ingrediënten zijn die bijdragen aan de euforie die zeepbellen creëert in finan-

ciële markten. Die klappen op een gegeven moment uit elkaar. Tegelijkertijd wordt steeds duidelijk dat daar beleid tegenover moet staan dat geloofwaardig is. Alleen op die manier kunnen crises worden bestreden.

Het is niet alleen de euforie die problemen veroorzaakt. Fraude is iets van alle tijden en hult zich voortdurend weer in nieuwe vermommingen. De voorbeelden zijn eindeloos, of het nu gaat om de praktijken van Charles Ponzi in de jaren dertig, die van Charles Keating tijdens de Amerikaanse 'Savings & Loans'-crisis van de jaren tachtig of die van Japanse criminelen tijdens de vastgoedcrisis van dat land in de jaren negentig.'

Voormalig Fed-voorzitter Alan Greenspan zei ooit dat het onmogelijk is om zeepbellen in financiële markten te voorkomen. Je moet ze aanpakken op het moment dat ze kapot barsten. Hoe kijkt u daartegen aan?

'In mijn boek beschrijf ik hoe centrale bankiers sinds de wereldwijde kredietcrisis van 2008 hun houding wat dit betreft hebben gewijzigd. Daarvoor was er sprake van een 'behoedzame' benadering. Deze kan worden getraceerd tot het beleid van toenmalig Fed-voorzitter William McChesney Martin in 1955. Die vergeleek indertijd het verhogen van de rente door de Fed als 'het verwijderen van de drank, terwijl het feestje net gezellig begon te worden'.

Centrale bankiers zijn nu eerder geneigd om de punchbowl weg te halen. Dat heeft de voorkeur boven het laten barsten van de zeepbel en daarna de ontstane problemen oplossen. Het 'leunen tegen de wind' is tegenwoordig een gevleugelde uitdrukking. Het is een beleid dat de centrale banken in het afgelopen decennium hebben ontwikkeld



CV

Linda Yueh

Linda Yueh (1977) is een Brits-Amerikaanse econoom die studeerde aan onder andere Yale en Harvard. Zij promoveerde aan de Universiteit van Oxford. Yueh was Adviseur van onder andere de Wereldbank, de Europese Commissie en de Asian Development Bank. Zij schreef meerdere boeken, onder meer over China en over belangrijke lessen uit de economische geschiedenis. Haar laatste boek is *The Great Crashes: Lessons from Global Meltdowns and How to Prevent Them*.

en dat een wezenlijk onderdeel uitmaakt van het huidige macro-prudentiële toezicht.’

Hoe belangrijk is de onafhankelijkheid van een centrale bank? En welk mandaat moet deze hebben? Moet de centrale bank zich puur richten op het beheersen van de inflatie, of ook rekening houden met het beheersen van de werkloosheid, of zelfs bijdragen aan een duurzame groei?

‘Sinds de kredietcrisis van 2008 is er, naast de traditionele focus op het beheersen van de inflatie, veel meer aandacht voor financiële stabiliteit. Dat is een andere grote verandering sinds de kredietcrisis.

Centrale banken hebben in de loop der tijd verschillende mandaten gekend, afhankelijk van de economische omstandigheden. Zo heeft de Amerikaanse Federal Reserve een tweezijdig mandaat, waarbij naast het beheersen van inflatie ook wordt gekeken naar de ontwikkeling van de werkgelegenheid. Daar kan de recente aandacht van de ECB om duurzaamheid in het beleid te verwerken, aan worden toegevoegd.

Wat blijft, is dat de onafhankelijkheid een cruciaal onderdeel is van de geloofwaardigheid van een centrale bank. Het maakt dan feitelijk niet zoveel uit wat het mandaat precies inhoudt en welke onderdelen daaraan worden toegevoegd. Het koesteren van die onafhankelijkheid is

een van de belangrijkste lessen om crises te beheersen. Alleen als de beleidsbepalers als geloofwaardig worden gezien, zijn ze in staat om problemen op een bevredigende wijze op te lossen.’

U schrijft over een mogelijke financiële crisis in China. Hoe gevaarlijk is dat, mede gezien de toenemende spanningen tussen China en het Westen?

‘De volgende crisis hoeft zeker niet in China plaats te vinden. Maar het is zeker dat er, net als in alle andere landen, op een gegeven moment een financiële crisis zal komen. Het is te hopen dat de lessen van de voorgaande crises in acht worden genomen, zodat die eventuele crisis niet uitmondt in een depressie die markten wereldwijd zal ontwrichten.

De kans daarop is gestegen. Aan de ene kant heeft dat te maken met de stijgende hoeveelheid schulden binnen de Chinese vastgoedsector. Aan de andere kant hebben we de afgelopen decennia de verwevenheid van de Chinese economie met die van andere landen zien versterken. Daardoor stijgt het risico van een spreiding van een eventuele crisis.

‘Wat blijft, is dat de onafhankelijkheid een cruciaal onderdeel is van de geloofwaardigheid van een centrale bank.’

Als er een crisis zou zijn in China, dan is het zeer waarschijnlijk dat internationale hulp noodzakelijk is. Dat geldt bijvoorbeeld voor de talloze ontwikkelingslanden die steeds afhankelijker worden van Chinese hulp. Die internationale hulp vergt open communicatielijnen. Het >

is de vraag of die communicatie open genoeg is, gezien de huidige spanningen in deze, voor de wereld cruciale, relatie.’

U schreef eerder het boek ‘The Great Economists: How Their Ideas Can Help Us Today’. Welke lessen zijn het meest relevant voor dit moment?

‘Mijn huidige boek is in zekere zin complementair aan dat eerdere boek. Ik zal dus niet ingaan op wat de economen uit het verleden te vertellen hebben over het bestrijden van crises. De belangrijkste lessen van *The Great Economists* zijn gerelateerd aan wat we als de reële economie kunnen omschrijven. Dat is belangrijk nu we te maken hebben met stijgende kosten van levensonderhoud, die weer werden veroorzaakt door de pandemie waar we de afgelopen jaren mee zijn geconfronteerd.

Het gaat dan om lessen die helpen bij het realiseren van economische groei en bij het laten stijgen van de reële lonen. De les wat betreft de economische groei komt van de belangrijke Amerikaanse econoom Robert Solow. Hij liet het verband zien tussen het omarmen van innovatie en economische groei. Hij maakte duidelijk dat innovatie van groot belang is voor het laten stijgen van de arbeidsproductiviteit, wat vervolgens weer zal leiden tot een hogere levensstandaard.

De tweede belangrijke les is van de Britse econoom Joan Robinson. Die hield zich in haar werk bezig met de vraag waarom lonen zo laag zijn. Nu steeds meer huishoudens te maken hebben met een crisis als het gaat om de kosten van levensonderhoud, is het nog belangrijker om te doorgronden waarom in veel landen de lonen zijn achtergebleven bij het stijgen van de productiviteit. En belangrijker nog, wat we eraan kunnen doen.’

In uw boek maakt u duidelijk dat het aanpakken van de klimaatverandering in het algemeen en de energietransitie in het bijzonder tot de grote uitdagingen behoren voor de nabije toekomst. Deze problemen kunnen eenvoudiger worden aangepakt als er sprake is van hogere economische groei. Het voorkomen van een nieuwe financiële crisis kan deze groei juist belemmeren. Hoe kijkt u daartegenaan?

‘Het is mogelijk om economische groei te verwezenlijken

‘We moeten ons economische model op een vergelijkbare wijze omschakelen als onze voorouders dat deden bij het ontwikkelen van de welvaartsstaat.’

die duurzamer is dan wat we nu zien, al geef ik de voorkeur aan het woord ‘resilient’, weerbaar. Het is zeker niet noodzakelijk dat er een conflict is tussen de structurele veranderingen die we nodig hebben en de financiële stabiliteit waar we naar verlangen.

In de epiloog van mijn boek spreek ik over *The Great Reset*, het herstarten van de economie. Na een crisis zijn we in staat om onze inzichten te wijzigen over wat acceptabel gedrag is. In mijn eerdere boek beschreef ik hoe de Lange Depressie, de economische crisis aan het eind van de negentiende eeuw, ervoor zorgde dat het noodzakelijk werd om een welvaartsstaat op te bouwen.

In dit boek beschrijf ik dat we geconfronteerd worden met het vernietigen van de aarde. We moeten omschakelen naar een economisch model dat zowel groener als rechtvaardiger is, waar de financiële stabiliteit een integraal onderdeel van uitmaakt. Ik besluit mijn boek met het uitspreken van de hoop dat dit de les is die we geleerd hebben van bijna een eeuw aan financiële crises.’

Welke concrete maatregelen moeten worden genomen?

‘Ik suggereer in de epiloog van mijn boek dat we ons economische model op een vergelijkbare wijze moeten omschakelen als onze voorouders dat deden bij het ontwikkelen van de welvaartsstaat aan het begin van de twintigste eeuw.

Dat betekent dat er nu gezocht moet worden naar een nieuwe consensus rond een groener en gelijkwaardiger economisch model. Die consensus moet er komen door de betrokkenheid van alle relevante groeperingen in de samenleving.

Dat zal niet van de ene op de andere dag gaan lukken. Maar via het stimuleren van duurzaamheid in ons dagelijkse handelen, het kopen van producten van ondernemingen die duurzaamheid en gelijkwaardigheid stimuleren, en het kiezen van regeringen die gelijkheid en duurzaamheid hoog in het vaandel dragen, kunnen we bijdragen aan het creëren van een nieuwe consensus. Dat zal leiden tot *The Great Reset* en een economisch model waarin sprake is van veranderingen die het mogelijk maken om onze planeet te redden.’ ■

Europees provisieverbod, verstandig of niet?

Een Chinees spreekwoord luidt: ‘Goedkope dingen zijn niet goed, en goede dingen zijn niet goedkoop.’ Een wijsheid die relevant is voor de discussie rond het introduceren van een Europees provisieverbod en de betaalbaarheid van financieel advies.

De Europese Commissie is van plan om een voorstel te doen voor een EU-brede afschaffing van provisies bij het verlenen van beleggingsdiensten, waaronder de distributie van financiële producten. Terwijl zo’n verbod al in 2013 in het Verenigd Koninkrijk is ingevoerd en in 2014 in Nederland, heeft de rest van Europa tot nu toe gearzeld om te volgen. Vooral in Duitsland en Frankrijk, waar de distributie sterk door banken en verzekeraars wordt gecontroleerd, bestaat een sterke lobby tegen het verbod. Het doel van een provisieverbod is, naast het bieden van transparantie, minder kosten voor de (retail)klant. Maar is zo’n verbod wel in het belang van die klant? En leidt een verbod wel tot lagere kosten?



Door **Pieter van Putten**, lid van het Advocacy Committee van CFA Society Netherlands

In Nederland werden beleggingsfondsen inderdaad goedkoper. Zo daalde de Total Expense Ratio (TER) van de in Nederland aangeboden aandelenfondsen in de periode 2013-2016, dus rond de invoering van het verbod, volgens cijfers van Morningstar van 1,18% naar 0,75%. So far so good. We zagen echter ook dat de opties voor beleggers afnamen, omdat distributeurs minder producten van derden gingen aanbieden. In plaats van de retrocessies kwam er een vaste prijs voor financieel advies, om daarmee het advies los te koppelen van de productdistributie. Echter, veel beleggers zagen (en zien nog steeds) geen waarde in onafhankelijk advies en zijn niet bereid daarvoor te betalen. De kosten voor advies worden vooral door kleinere portefeuilles als hoog

ervaren, en beleggers werken daardoor vaker zonder advies of belanden in robotbeleggerachtige standaardproducten. Kleinere financiële adviseurs kregen moeite het hoofd boven water te houden en daarmee verminderde de diversiteit aan de aanbodkant.

Een recente wereldwijde studie van CFA Institute (de ‘Global Survey on Inducements’ uit februari 2023) laat zien dat slechts een derde van de ondervraagde beleggingsprofessionals vóór een provisieverbod is. In het Verenigd Koninkrijk, waar dit verbod al 10 jaar geldt, was destijds ook maar 48% voor. Dit reflecteert de brede twijfel in verschillende Europese landen om een algemeen verbod in te stellen voor alle EU-lidstaten.

In plaats van een verbod op provisies is het waarschijnlijk effectiever om meer regels in te voeren rond transparantie over provisiebetalingen. Deze informatie zou bijvoorbeeld in een KIID of factsheet kunnen worden opgenomen. Daarnaast is een focus op beleggerseducatie beter, waarbij wordt uitgelegd hoe aan de verkoop van een fonds wordt verdiend. Ten slotte is het verstandig om eerst naar de marktstructuren in verschillende Europese markten te kijken, alvorens een geïsoleerd, geheel provisieverbod in te voeren. Het samenbrengen van verschillende nationale regimes zou hierbij zeker helpen. Een diverser landschap van aanbieders zou de kosten voor de belegger zomaar omlaag kunnen brengen. Een provisieverbod zou onderdeel moeten zijn van een breder pakket aan maatregelen, om te zorgen dat beleggers toegang krijgen en houden tot een diverse range van producten zonder al te hoge kosten.

Dus, om in Nederlandse wijsheden te spreken, bij een provisieverbod zonder andere maatregelen zou zomaar sprake kunnen zijn van ‘goedkoop is duurkoop’. ■



Een wereldwijde blik is onontbeerlijk voor goede beleggingsbeslissingen

Rishma Moennasing, Lead Funds & Sustainability bij de Rabobank, kijkt graag vooruit, met een zo breed mogelijke blik, want dat helpt bij het nemen van goede beslissingen. Ze combineert daarbij graag ervaringen uit de informatica en de beleggingsleer met kennis uit de filosofie en inzichten van grote leiders. Alweer enige jaren geleden omarmde ze duurzaamheid als belangrijk beleggingsthema en nu ontwikkelt ze dit verder door binnen de bank.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Hoe bent u in het beleggingsvak terechtgekomen?

'Ik heb Informatica gestudeerd en startte destijds in de IT als Business Consultant bij ABN AMRO. Maar ik kwam er al vlug achter dat beleggen veel dynamischer en interessanter was. Ik mocht gelukkig snel als aandelenanalist aan de slag. In eerste instantie onder Theo Kraan, volgens mij een van de meest respectabele beleggers die Nederland in de laatste decennia heeft gekend. Daarnaast startte ik met mijn deeltijdopleiding Bedrijfseconomie met als specialisatie Beleggingsleer en Vastgoedbeleggen. De bank wilde al snel daarna een 'open architecture', een schap met externe fondsen naast de huisfondsen, opzetten. Ik mocht dat project trekken voor Nederland. Samen met het team in Parijs bepaalden we welke fondsen erop mochten staan. Zo ben ik in de fondsenwereld terechtgekomen. Het is overigens een heel kleine wereld, omdat je op den duur alle belangrijke beleggingsteams van asset managers wel kent. Bij Rabobank kreeg ik de kans om, ruim voor de komst van alle 'groene' wetten en regelgeving, het beleggen in fondsen op een duurzame manier door te ontwikkelen, omdat we dit belangrijk vinden.'

U lijkt echt gepassioneerd als het gaat om duurzaamheid. Waar komt die gedrevenheid vandaan?

'Het beleggingsvak is al een mooi vak wanneer je puur het nieuws en de trends volgt, maar ik ben van nature

iemand die vooruitkijkt en net een stap extra wil zetten. Een goed financieel rendement is mooi, maar we kunnen meer doen. Hoe mooi is het wanneer we dit rendement ook op een verantwoorde manier behalen en met onze beleggingen een positieve impact kunt nastreven? Beleggers hebben daarin een belangrijke rol. In ons beleid voor duurzaam beleggen zetten we verschillende 'duurzame' instrumenten in om financieel rendement op een verantwoorde en duurzame manier te realiseren. Een belangrijke tool daarbij is actief aandeelhouderschap: niet alleen uitsluiten, maar het gesprek aangaan met bedrijven om duurzaamheid en de impact op milieu en maatschappij te verbeteren. Gelukkig staan steeds meer bedrijven daarvoor open. Ze willen graag leren hoe ze kunnen verduurzamen. Daarnaast sluit duurzaam beleggen aan bij mijn persoonlijke waarden en levensstijl. Zo kan ik ontzettend genieten van de natuur en die wil ik beschermen en behouden.'

Wat is de grootste uitdaging geweest wat betreft duurzaam beleggen?

'Er zijn meer grote uitdagingen. Maar de belangrijkste is waarschijnlijk wel de wetgeving. Iedere regio en elk land heeft zijn eigen wetten, regels en definities voor duurzaam beleggen en voor de verschillende strategieën die hieronder vallen. De EU loopt hierbij zeker voorop. Maar het is belangrijk om een gelijk speelveld te creëren. Dat maakt de implementatie van wetten wereldwijd makkelijker. Iedere eindbelegger, waar die zich ook in >

‘Ik geloof dat een brede kijk op de wereld kan helpen om tot waardevolle beleggingskeuzes te komen.’

de wereld bevindt, weet dan wat duurzaam beleggen precies inhoudt en wat de definitie ervan is, zodat we beleggingsproducten beter met elkaar kunnen vergelijken. Daarnaast zouden producten die de richtlijnen van SFDR-artikel 6 volgen ook verplicht moeten worden om duurzaamheidsrisico's en de negatieve effecten van hun beleggingen te rapporteren, zodat de belegger nog betere keuzes kan maken door risico's in ogenschouw te nemen bij alle beleggingsproducten, dus niet alleen bij de artikelen 8 en 9. Zo wordt meer transparantie geboden, wat ook het doel van SFDR is geweest. Bovendien creëren we zo een gelijk spelveld voor de beleggingsindustrie. Dan is er nog een uitdaging voor specifiek artikel 9-producten omdat die veel beter kunnen aangeven welke impactdoelen ze nastreven. Wat mij betreft moeten deze producten duidelijk meetbare impactdoelen voor de korte, midden en lange termijn formuleren en ook aangeven hoe ze die gaan behalen, zodat beleggers weten wat ze kunnen verwachten. Een uitdaging uit een andere hoek is het groeiende anti-ESG-geluid uit de conservatieve Amerikaanse hoek. Het is belangrijk om het gesprek correct te voeren. Het analyseren van ESG-risico's en vooral de klimaatrisico's is in onze ogen juist een essentieel onderdeel van het beleggingsproces, omdat deze risico's een negatieve impact op het rendement kunnen hebben.

Wat verstaat Rabobank onder duurzaam beleggen?

‘Voor onze beleggingen volgen we de richtlijnen van SFDR artikel 8. Dit betekent dat we een financieel rendement nastreven dat we op een duurzame en verantwoorde manier willen behalen. Hiervoor hebben we vijf ESG-pijlers in ons beleid opgenomen, waaronder bepaalde uitsluitingen om de negatieve impact van

onze beleggingen te reduceren. We beleggen nadrukkelijk in bedrijven en thema's die positief

bijdragen aan milieu en maatschappij. Denk bijvoorbeeld aan duurzame energie en circulaire economie, maar ook aan een gezonde levensstijl. En we beleggen nadrukkelijk in bedrijven die het Science Based Targets-initiatief (SBTi) volgen. Dit initiatief komt onder andere van de VN en het WNF en geeft bedrijven richtlijnen om een CO₂-reductiestrategie op te stellen om de doelen van Parijs te halen. Daarnaast beleggen we in groene obligaties die altijd een duurzame bestemming hebben. Een ander belangrijk instrument dat we toepassen is actief aandeelhouderschap. We sluiten geen hele sectoren uit, zoals de energiesector, maar wel de meest vervuilende segmenten binnen deze sector, namelijk producenten van kolen en teerzanden. En we gaan in gesprek met bedrijven om die te bewegen naar duurzame bedrijfsmodellen, om zo de risico's op 'stranded assets' en op het gebied van klimaat en milieu te verminderen. Door bepaalde sectoren helemaal uit te sluiten, lossen we het klimaatprobleem niet op. We geloven in de kracht van verduurzaming juist in sectoren waar het nodig is. Onze aandelenbeleggingen hebben ieder jaar als doel om een CO₂-intensiteit te hebben die minimaal 30% lager is dan de benchmark. We passen de ESG-pijlers toe bij zowel de aandelen- als bij de obligatiebeleggingen. We sluiten ook bepaalde landen uit, namelijk die landen waar sancties

tegen lopen en landen die rood scoren op de Global Peace index. Deze index meet jaarlijks hoe veilig het in een land is, op basis van ruim 60 economische en sociale indicatoren.’

‘Door bepaalde sectoren helemaal uit te sluiten, lossen we het klimaatprobleem niet op. We geloven in de kracht van verduurzaming juist in sectoren waar het nodig is.’

Welk beleid moeten de onderliggende managers waarin jullie investeren onderschrijven?

‘We geven mandaatmanagers richtlijnen mee voor beleggen en voor het



CV

Rishma Moennasing

Rishma Moennasing is Lead Funds and Sustainability bij de Rabobank, verantwoordelijk voor de duurzame beleggingsstrategie en -mandaten. Voordat ze in 2008 bij de Rabobank kwam, had ze een soortgelijke functie bij ABN AMRO Private Banking & Asset Management. Moennasing is ook actief voor de VBDO.

ESG-beleid – de verschillende duurzame pijlers. Het mooie van de 1895-mandaatfondsen, die speciaal voor ons zijn opgezet, is dat alle mandaatmanagers conform deze richtlijnen beleggen, zodat er geen wirwar aan definities en eigen invullingen van duurzaam beleggen ontstaat, zoals wel vaak het geval is bij een portefeuille met fondsen van derden. Daarnaast wordt waar mogelijk gebruikgemaakt van standaardraamwerken en ESG-data van externe providers. Dit zorgt voor een solide proces op basis van objectieve criteria en data. De mandaatmanagers voeren het aangescherpte beleid duurzaam beleggen binnen de ‘investment and performance guidelines’ die ze al hadden. We gaan hierop ook meten en rapporteren. We zijn hier net mee gestart, dus dat moet zich nog bewijzen. Het belangrijkste is dat we een gebalanceerde portefeuille hebben om een goed financieel rendement te behalen op een duurzame manier.’

Wat is verder belangrijk bij de implementatie van een duurzaam beleggingsbeleid?

‘Voor het realiseren van belangrijke en grote projecten en het neerzetten van goede resultaten binnen de tijdslijnen, heb je een goed team nodig, waarbij ik geloof in de kracht van diversiteit. Mensen met verschillende achtergronden en invalshoeken. En bij projecten mensen uit verschillende disciplines, zoals beleidsmakers, portefeuillemanagers en professionals op het gebied van IT, legal, risk en compliance. Mensen hebben daarbij duidelijkheid nodig over prioriteiten en tijdslijnen en ondersteunende middelen, zoals in dit geval ESG-data en technische infrastructuur. We werken ‘agile’, waarbij er continu overleg is. Het geeft positieve energie om met een team van gedreven experts mooie resultaten neer te zetten. Een goede communicatie is daarbij

belangrijk, net als belangstelling en waardering voor de ander. Ik geef niet alleen richting, maar werk zelf

net zo hard mee. Wat helpt, is dat ik naast kennis van beleggen en duurzaamheid ook een IT-achtergrond heb. Ik geloof in de kracht van innovatie en automatisering. Automatisering is belangrijk, maar het moet geen blackbox worden. We moeten als belegger weten welke variabelen leidend zijn voor de uitkomsten. Zeker ook bij beleggen kunnen we IT slim toepassen, bijvoorbeeld voor het ontdekken van nieuwe duurzame trends die van invloed zijn op beleggingskansen en -risico’s. Maar we moeten als mens natuurlijk ook vooral zelf blijven nadenken en vooruitkijken.’

Wat beschouwt u verder nog als belangrijk in uw functioneren?

‘Ik reflecteer en kijk vooruit hoe het beleggingsvak steeds weer verandert. Ik ga na wat de actuele trends en toekomstige ontwikkelingen zijn, om daar vervolgens zo goed mogelijk op in te spelen. Het is belangrijk dat je continu blijft leren en nieuwsgierig blijft en ook breder kijkt dan beleggen. Wat zijn bijvoorbeeld de globale trends, waar beweegt de wereld zich naartoe, welke beleidsmakers zijn aan zet en wat leeft er in een samenleving? Ik heb een keer een onderzoek gedaan naar de opleidingen van de meest toonaangevende beleggers en die hebben bijna allemaal filosofie of psychologie gestudeerd. Ik geloof ook dat een brede kijk op de wereld kan helpen om tot waardevolle (beleggings-) keuzes te komen. Daarom houd ik me in mijn vrije tijd, behalve met power yoga en meditatie, ook graag bezig met het lezen van filosofieboeken en autobiografieën van visionairs, topmanagers en leiders. Ik ben altijd benieuwd naar welke keuzes mensen hebben gemaakt om te komen waar ze nu zijn.’ ■

‘Producten die de richtlijnen van SFDR-artikel 6 volgen, zouden verplicht moeten worden om duurzaamheidsrisico’s en de negatieve effecten van hun beleggingen te rapporteren.’

Sommen zeggen ook niet alles

De Eerste én Tweede Kamer nodigden haar uit om als expert haar visie te geven op de Wet toekomst pensioenen. Voorwaar geen sinecure. Financial Investigator sprak met actuaris Agnes Joseph.

Door Lies van Rijssen

‘Wiskunde was het enige vak op de middelbare school waar ik echt lol in had, maar wiskunde studeren leek me ontzettend saai. Ik koos daarom voor een toegepaste vorm van wiskunde: het actuariaat, ofwel verzekeringswiskunde. Werken bij een verzekeraar leek de volgende, logische stap. Dat gebeurde ook. Ik heb een tijdje in de schadeverzekeringen gewerkt. Heel interessant werk, waar ik met plezier op terugkijk. Toch verkaste ik naar de pensioenwereld, het vermogensbeheer om precies te zijn, in de verwachting dat ik het daar maximaal twee jaar zou uithouden. Pensioenen leken me namelijk erg saai. Je kon eigenlijk alles uitrekenen met alleen de variabelen economie en sterfte. Bij schadeverzekeringen waren dat er veel meer. Neem nou asbestschades. Daarvoor keken we hoeveel asbest er was geïmporteerd, of het wit of blauw was. Of we bestudeerden het klimaat voor stormschades. Maar het liep toch anders en ik bleef hangen in de pensioenen.

De pensioensector bleek een wereld in beweging. Financiële crises, een stijgende levensverwachting, vergrijzing en wetten en regelgeving die steeds strenger werd. Dat genereerde telkens nieuwe werkzaamheden. Pensioen verschoof langzaam van een sociaal naar een financieel contract en alle risico’s kwamen steeds meer bij het individu te liggen. De Wet toekomst pensioenen lijkt daar nu definitief een stempel op te drukken.

Met het nieuwe pensioenstelsel verdwijnen de huidige mogelijkheden tot vergaande

solidariteit grotendeels uit de aanvullende pensioenen. Toen ik in de sector kwam werken, waren pensioenfondsen in mijn ogen nog echt organisaties ‘voor en door deelnemers’. Bestuurders waren vaak zeer toegewijde vrijwilligers die een paar keer per jaar samen vergaderden en het best gezellig hadden met elkaar. Ik mocht adviseren hoe ze de regeling het beste konden inrichten. Het belang van de deelnemers stond daarbij voorop en in de wetgeving was veel ruimte voor maatwerk. Onze afdeling had één hoofdactuaris die veertig pensioenfondsen adviseerde. Nu werken er soms veertig actuarissen voor één pensioenfonds! De uitdaging voor actuarissen is in de loop der tijd vooral geworden hoe zij fondsen kunnen helpen te voldoen aan alle nieuwe wetgeving.

De Wet toekomst pensioenen is ontstaan onder grote druk. Ook financiële druk, omdat pensioenfondsen er langere tijd slecht voor stonden. Er is toen een voorkeur voor een meer individuele benadering van pensioen ontstaan. Maar ik heb de indruk dat sindsdien, onder meer door de coronatijd en de hoge inflatie, veel mensen de waarde van solidariteit in

de samenleving weer hoger zijn gaan inschatten. Je hebt elkaar nodig en we kunnen niet alles voorspellen, laat staan onszelf op individueel niveau tegen alle mogelijke risico’s indekken. Ik zie de roep om solidariteit in de samenleving voorlopig aanhouden. Had de pensioensector er wat beter voor gestaan toen de keus voor een nieuw pensioencontract werd gemaakt, dan denk ik

‘Veel deelnemers hebben geen idee wat eraan komt of weten niet eens dat er iets gaat gebeuren. Gepensioneerden denken soms nog dat het nieuwe stelsel niet over hen gaat.’



CV

Agnes Joseph

Agnes Joseph studeerde Econometrie, Actuarieel en Economie en werkt sinds 2018 als Actuaris bij Achmea Pensioenservices. Eerder werkte Joseph als Actuaris bij PGGM, Achmea Investment Management en Centraal Beheer en als Onderzoeker aan de Universiteit van Amsterdam. Joseph heeft diverse nevenfuncties. Ze is Bestuurder bij Pensioenfonds DNB, Research Fellow bij Netspar, Lid van de Commissie Actuarieel van de Pensioenfederatie en (gast) docent bij het Actuarieel Instituut, de Vrije Universiteit en Nyenrode.

dat men mogelijk niet voor zo'n individueel contract gekozen had.

De huidige aanvullende pensioenen zijn in mijn ogen eigenlijk ook te belangrijk voor onze samenleving om ze heel vergaand te individualiseren. Ik denk dat er genoeg mensen zijn die niet zoveel risico kunnen dragen met hun aanvullende pensioen. Ook voor de samenleving als geheel is dat risicovol. Als 30% van de samenleving onderuitgaat, dan heeft de andere 70% daar ook last van. De grote rol en betekenis van de huidige tweede pijler worden volgens mij onderschat. Ik vermoed dat de tweede pijler met de komst van de Wtp vanzelf kleiner wordt. Er gaat minder premie-inleg naartoe. En mogelijk worden daarnaast ook steeds meer mensen afhankelijk van alleen de AOW, bijvoorbeeld zzp'ers. Dan moet de AOW op termijn denk ik omhoog of moet de overheid iets anders bedenken om de eerste pijler te versterken. Met de Wtp is het pensioenstelsel dus nog niet af en blijft er werk aan de winkel voor de overheid.

Het nieuwe aanvullende pensioenstelsel is in mijn ogen minder bestand tegen onverwachte gebeurtenissen. Je kunt samen geen klappen meer opvangen als iedereen een individueel potje heeft. De collectieve buffers die overblijven, zijn te klein om serieuze risico's te ondervangen. Blijft de economie langere tijd rustig en blijft hoge inflatie achterwege, dan zal het de eerste periode allemaal wel goed lopen. Maar ik heb gezien hoe we in

de pensioenwereld van de ene financiële crisis in de andere kunnen belanden. En ik begrijp heus wel dat experts moe zijn van alle discussies over de rekenrente en het delen van risico's in het huidige pensioenstelsel, waar de Wtp een einde aan lijkt te maken. Het is ons vak, onze bubbel. Maar wat zegt deelnemers dat? Ik denk dat (veel) meer mensen bereid zijn tot bredere solidariteit dan we binnen onze bubbel voor waar houden. Dat blijkt toch ook steeds weer uit de deelnemersonderzoeken die we laten uitvoeren. Luisteren we dan wel naar die deelnemers?

Nog maar kortgeleden was de inflatie torenhoog en gaven pensioenfondsen massaal forse indexaties. Beurzen presteerden niet best. Als de Wtp al was geïmplementeerd, dan waren gepensioneerden er voor hun aanvullende pensioen 14% in koopkracht op achteruitgegaan, omdat de nieuwe wetgeving erop stuurt dat we voor ouderen het pensioen nominaal inrichten en renterisico's dichtzetten. Zij kunnen in zulke tijden dan dus niet op inflatiecompensatie rekenen. Het afgelopen jaar is misschien niet exemplarisch, maar dat zijn wel de onvoorziene omstandigheden waar ik op doel.

‘Sinds ik in deze sector werk, pakt de werkelijkheid vrijwel altijd anders uit dan de sommen. Straks zijn we volkomen afhankelijk van voorgeschreven economische modellen.’

Natuurlijk is de Wtp en de implementatie daarvan momenteel het belangrijkste thema in mijn werk. Maar het spannendste onderdeel daarvan vind ik niet het actuariële. Veel ingewikkelder is het om de deelnemers goed te informeren, de betrokken partijen te helpen met goed onderbouwde besluitvormingsstappen en de nieuwe regelingen tijdig >

‘Ik denk dat (veel) meer mensen bereid zijn tot bredere solidariteit dan we binnen onze bubbel voor waar houden.’

te implementeren. Op dit moment is de wetgeving op veel punten nog steeds onduidelijk. Interpretaties verschillen nogal eens, tussen actuarissen en juristen bijvoorbeeld, maar zelfs actuarissen onderling zien sommige onderdelen anders. Alleen al de pogingen op één lijn te komen, kosten veel tijd. De rode draad in alle discussies blijft voor mij de eenvoud en het belang van de deelnemers. Veel deelnemers hebben geen idee wat eraan komt of weten niet eens dat er iets gaat gebeuren. Gepensioneerden denken soms nog dat het nieuwe stelsel niet over hen gaat. ‘Ik heb toch al pensioen?’, redeneren zij.

Nog voor de invoering van het nieuwe FTK schoof de voorzitter van de commissie Actuarie van de Pensioenfederatie mij naar voren om mee te denken over een bepaalde vraag. Terugkijkend denk ik dat dit het belangrijkste moment tot nu toe in mijn loopbaan geweest is. Op dat moment had de Pensioenfederatie mij als het ware omarmd. Ik mocht mee naar Sociale Zaken en mijn visie geven over aspecten van het nieuwe FTK. Sindsdien ben ik de wetgeving over de vernieuwing van pensioenen nauwgezet gaan volgen, de Wet verbeterde premieregeling en vervolgens de Wet toekomst pensioenen. Rekenkundig vond ik het niet zo interessant. Boeiend was wel de politiek, hoe die werkt en wie er bij de besluitvorming betrokken zijn. Daarover leerde ik in die periode. Binnen de Pensioenfederatie is me destijds veel uitgelegd over hoe het schaakspel in Den Haag gespeeld wordt en wat de juiste timing, routing en codes zijn om heikele punten te bespreken. Als rekenaar kreeg ik zo inzicht in een voor mij compleet nieuwe wereld en werd mijn interesse gewekt om wegen te helpen vinden om aankomende nieuwe wetgeving te verbeteren. Daardoor ben ik in de pensioenen blijven werken.

Met de komst van de potjes wordt de pensioenwereld voor mensen met mijn vak straks echt minder interessant. Andere disciplines houden genoeg te doen, de nieuwe wetgeving is omvangrijk. Kijk maar eens naar de regels omtrent duurzaamheid en de consequenties voor de fondsbeleggingen die met regelmaat zullen moeten worden bijgesteld. De communicatie daarover, alle risicoassessments die nodig zullen zijn. Wordt het pensioen van deelnemers daardoor straks beter? Stellen we straks vast dat we beter zijn gaan besturen en meer in control zijn met al deze regels? Ik betwijfel het. Feit is wel dat we nauwelijks nog over alle regels heen durven kijken, daar niet eens de tijd voor hebben. Door te veel complexiteit en details kun je ook belang-

rijke risico's over het hoofd zien.

Het invaren is wat mij betreft het grootste heikele punt van het nieuwe stelsel. De implementatie van de

Wtp zie ik als de grootste uitdaging tot nu toe. Helaas is mijn gevoel dat de tijdsdruk zo hoog is, dat goede besluitvorming, het goed meenemen van de deelnemers in alle veranderingen en een beheerste implementatie onder druk komen te staan. We discussiëren nu in de sector vooral veel en diepgaand over cijfermatige details, alsof we de toekomst kunnen voorspellen. Terwijl ik dacht dat we een eerlijker verhaal zouden gaan vertellen. Zo ben ik er vertwijfeld over dat de minister in antwoord op vragen uit de Eerste Kamer heeft gezegd dat de kans op korten straks kleiner is dan onder de huidige wetgeving. En dat met buffers van vaak niet meer dan 5%. Ter illustratie: ik heb de dekkingsgraad van pensioenfondsen toen ik begon binnen een half jaar zien dalen van 135% naar 85%. Dat is 50 procentpunt bufferverlies! Denken we nu kortingen te kunnen voorkomen met veel lagere buffers? De sommen die we met elkaar maken, laten zien dat het kan. Maar sinds ik in deze sector werk, pakt de werkelijkheid vrijwel altijd anders uit dan de sommen. Straks zijn we volkomen afhankelijk van voorgeschreven economische modellen. Zelfs het beleggingsbeleid van fondsen wordt afhankelijk gemaakt van die sommen. Dat betekent dus dat we op de korte termijn gaan sturen.

Ik denk dat pakweg vijftien mensen de steeds complexere berekeningsmethoden nog doorzien waarop de nieuwe, vaak op de korte termijn ingestoken wetgeving stoelt. Moeten deze mensen aan alle sociale partners en besturen gaan uitleggen hoe het zit? Daar hebben we helemaal geen tijd voor! En wat als deelnemers geen wijs kunnen worden uit de cijfers die zij voorgeschoteld krijgen? Er zit straks geen actuaaris naast hen om een toelichting te geven. Mensen kunnen dan boos of teleurgesteld raken.

Er is zeker nog een leven naast het rekenen. Wij hebben twee zoons en brengen graag veel tijd door in ons huis in Slowakije. Eenmaal daar lees ik veel. Vaak over onderwerpen gerelateerd aan mijn vakgebied, maar dan wel in een net iets ander kader. Wat is bijvoorbeeld het geheim achter de buitengewoon hoge levensverwachting op het Japanse eiland Okinawa? Ook teken ik graag. Bijvoorbeeld gezinnen uit onze familie- en vriendenkring. Eerst deed ik dat vooral om eens een bijzonder verjaardagscadeau te kunnen geven, maar inmiddels doe ik dat ook op aanvraag. Verder maak ik illustraties bij presentaties of artikelen van mezelf en collega's. ■

De euthanasie van de spaarder

Hoge schulden dragen bij aan een instabiel financieel systeem, met als mogelijk gevolg een schulden-deflatiespiraal. Dan liever de koopkracht eroderen door meer inflatie.

Ik krijg regelmatig de vraag wat de uiteindelijke gevolgen zullen zijn van de steeds grotere schuldenberg. Nu gaat het bij schuld niet om de absolute omvang, maar om de verhouding ten opzichte van het inkomen: schuld als percentage van het BBP. In die vergelijking ligt ook de sleutel voor de oplossing van een schuldenprobleem. Als het afschrijven van schulden politiek onhaalbaar is, moet het inkomen omhoog. Dat kan reëel door meer economische groei, maar ook nominaal door meer inflatie. Elk land dat de controle heeft over de eigen munt, kan daardoor altijd elke schuld tot op de laatste cent terugbetalen. Gewoon net zo veel geld bijdrukken tot er voldoende is om de schuld af te lossen. De enige vraag is dan wat men nog met die munt kan kopen.

Door de monetaire gekte van de afgelopen jaren is er sprake van een veel hoger inflatieniveau. Ook is er meer risico genomen, min of meer gedwongen door de lage rente. Als dan de rente stijgt om de inflatie onder controle te krijgen, worden die risico's zichtbaar. In de laatste decennia volgde na elke substantiële rentestijging een systeemcrisis. Aangezien voor centrale banken financiële stabiliteit uiteindelijk altijd belangrijker is dan prijsstabiliteit, is monetair stimuleren onvermijdelijk. Zonder financieel systeem is er immers ook geen centrale bank.

Het grote verschil is dit keer dat de inflatie een veel groter probleem is dan de vorige keren. Daardoor kan het langer duren

voordat de centrale bank van koers verandert, of is er een veel grotere systeemcrisis vereist om de centrale bank hiertoe te bewegen. De ironie is dat die systeemcrisis dit keer een rechtstreeks gevolg is van het monetaire beleid. De grote hoeveelheid geld en de lage rente hebben ervoor gezorgd dat veel financiële instellingen grote belangen hebben in staatsobligaties. In omvang zijn deze veel groter dan de hypotheekobligaties van de Grote Financiële Crisis. Dat betekent ook dat de potentiële verliezen al snel veel groter zijn dan vijftien jaar geleden.

Centrale bankiers willen tegen elke prijs een schulden-deflatiespiraal voorkomen. Dan maar liever wat meer inflatie en de rente langer laag houden dan verantwoord is. Door het rente-op-rente-effect groeit de economie dan nominaal sneller dan de schuld. Het is een beproefd middel om een schulden crisis op te lossen. Tussen 1900 en 1920 verloor een investeerder in Amerikaanse staatsobligaties de helft van zijn koopkracht. Wie na de Tweede Wereldoorlog ging beleggen in Nederlandse staatsobligaties, had begin jaren tachtig nog een derde van zijn koopkracht over. Tegelijkertijd was de stabiliteit van het systeem verbeterd.

Uiteindelijk zullen centrale bankiers geen bezwaar hebben tegen een inflatie die langere tijd boven de 2% zal uitkomen. Het zorgt er immers voor dat het schuldenprobleem wordt opgelost. Het gevolg is echter wel dat er sprake is van een impliciete waardeoverdracht van schuldeiser naar schuldenaar. Door het rente-op-rente-effect is dat redelijk pijnloos. Het wordt ook wel gezien als de euthanasie van zowel de spaarder als de deelnemer in een pensioenfonds. Het systeem is gered, maar wel tegen een hoge prijs. ■



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

Binnen EMD is sprake van structurele verbeteringen

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Emerging market debt is altijd een risicovolle asset class geweest en zal dat ook blijven. Maar de tegenvallende rendementen zijn niet onopgemerkt gebleven. Nu zitten we in een cyclus waar het rendementsperspectief waarschijnlijk in positieve richting gaat draaien. Dan kan het voor beleggers aantrekkelijk zijn weer in de asset class te stappen.

Hoe heeft de markt voor emerging market debt (EMD) zich de afgelopen twintig jaar ontwikkeld? Is die nu volwassener, met voldoende liquiditeit en efficiënte prijsvorming?

Naki Nartey: ‘De markt is sinds de jaren negentig enorm gegroeid. De laatste jaren is de lokale markt gaan overheersen, wat goed is voor de opkomende landen omdat ze schuld papier in hun eigen lokale valuta kunnen uitgeven. Hoewel de markt volwassener is geworden, kunnen we nog niet zeggen dat het om een echt volwassen markt gaat. Er zijn nog genoeg eigenaardigheden, bijvoorbeeld op het gebied van prijsvorming. Als actieve vermogensbeheerder proberen we daar rekening mee te houden.’

Thomas Haugaard: ‘Wij richten ons vooral op EMD in harde valuta. In de laatste tien jaar hebben we bijna een verdubbeling van de markt gezien op het gebied van grote uitgaven van meer dan een miljard. De harde valuta-benchmark heeft betrekking op zo’n zeventig landen, wat een enorme mate van diversificatie inhoudt die je niet in andere asset classes vindt. Ondanks de economische klap van COVID-19, de geopolitieke schokken door de Russische invasie in Oekraïne en de negatieve krantenkoppen zijn de meeste emerging markets eigenlijk vrij veerkrachtig geweest.’

Esther Law: ‘Het is zeker belangrijk om over te stappen van harde naar lokale valuta. Dat moet gebeuren. Ik denk dat we gewoon in afwachting zijn van een wat

beter, stabielere, voor risico gecorrigeerd rendement.’

Adrian Hilton: ‘De ontwikkeling van de lokale markt is in de afgelopen decennia gedreven geweest door binnenlandse investeerders, zoals pensioenfondsen, die logische kopers zijn van EMD. Ik weet niet goed waarom de beleggingsstromen naar harde valuta zijn achtergebleven. Obligaties uit opkomende markten vertegenwoordigen een kwart van de wereldwijde obligatievoorraad: 80% van de wereldbevolking woont in opkomende landen en die beschikken over 60% van de natuurlijke hulpbronnen. Zo bezien vormen EM-obligaties nog steeds een kleine allocatie in wereldwijde beleggingsportefeuilles. Er lijkt een soort wanverhouding te bestaan tussen de hoeveelheid beleggingen in emerging markets en de hoeveelheid beschikbare EM-obligaties.’

Mathias Neidert: ‘Er is een enorm spectrum aan emerging markets, van Oost-Europese landen tot frontier markets, landen ten zuiden van de Sahara met misschien maar één obligatie met een zeer lage liquiditeit. In principe is alles interessant, denk ik, maar er wordt niet noodzakelijkerwijs voldaan aan dezelfde verwachtingen en behoeften. Het is ook aan de indices en de aanbieders daarvan om zich af te vragen hoe zij willen dat de beleggingscategorie en de indices zich ontwikkelen.’

Sjacco Schouten: ‘Omdat lokale instellingen in opkomende landen zich ontwikkelen, groeien de lokale markten. Dat zie ik als een signaal dat opkomende markten in het algemeen volwassen worden. Ik verwacht dat de lokale markten verder groeien, ook de frontiers. Dat biedt veel kansen.’

Martijn Vijver: ‘Emerging market debt is een van de weinige vastrentende beleggingscategorieën die zich uitstrekt van AA tot CCC. Daardoor is het heel moeilijk om een sticker of classificatie op EMD te plakken. Is EMD meer het risicovolle deel of meer het investment grade-deel? Met betrekking tot liquiditeit en prijsstelling zien wij dat onze externe managers in principe in staat zijn (geweest) tegen relatief gunstige voorwaarden obligaties te kopen en te verkopen. Dat zegt misschien ook iets over de efficiëntie van de koersen.’ >

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Thomas Haugaard,
Janus Henderson Investors
Adrian Hilton,
Columbia Threadneedle
Investments
Esther Law,
Amundi
Naki Nartey,
PIMCO
Mathias Neidert,
bfinance
Sjacco Schouten,
APG AM
Martijn Vijver,
MN



VOORZITTER

Harry Geels

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



Thomas
Haugaard

Thomas Haugaard is Fondsmanager van het Emerging Markets Debt Hard Currency (EMDHC)-team bij Janus Henderson Investors. Voordat hij in 2022 bij de organisatie in dienst trad, was hij Senior Fondsmanager bij Danske Bank Asset Management en maakte hij vanaf 2013 deel uit van het EMDHC-team. Haugaard was Docent Economie aan de Universiteit van Kopenhagen.



Adrian
Hilton

Adrian Hilton is Head of Emerging Market Debt binnen het Fixed Income-team van Columbia Threadneedle Investments. Hij begon er in 2016 als Portfolio Manager in het Interest Rates & Currencies-team. Eerder was hij Portfolio Manager bij Brevan Howard Asset Management, bij Aberdeen Asset Management, en bij Bank of England. Hilton studeerde aan de Universiteit van Birmingham.



Esther
Law

Esther Law is Senior Portfolio Manager EMD & Responsible Investing Lead bij Amundi en Acting Co-chair van de door UN PRI en TPI geleide ASCOR Climate Funding-werkgroep. Law behaalde haar MSc Mathematical Trading and Finance aan de CASS Business School of City University of London en haar BSc Economie aan de London School of Economics and Political Science.



Naki
Nartey

Naki Nartey is Senior Vice-President en Emerging Markets Product Strategist bij PIMCO in Londen. Ze was eerder in dienst bij BBVA als Head of European Fixed Income Sales, North American Clients. Daarvoor werkte ze bij JPMorgan Chase, onder andere vanuit New York, Genève en Londen. Nartey heeft 16 jaar beleggingservaring en heeft een LLB in Rechten en Spaans Recht van de University College London.



Mathias
Neidert

Mathias Neidert is Head of Public Markets en lid van het Senior Management Team van bfinance. Hij begon er in 2008 als Senior Associate en kwam in 2014 op zijn huidige functie. Eerder werkte hij bij RBC Dexia in Luxemburg als Product Manager voor Investment Analytics-diensten. Neidert is een CFA Charterholder en heeft een MBA van St. Gallen University (Lic. Oec. HSG).



Sjacco
Schouten

Sjacco Schouten is Head of Emerging Market Debt bij APG Asset Management in Amsterdam, waar hij in 2007 begon. Hij is er verantwoordelijk voor het beheer van het EMD Fund en leidt de interne teams voor harde en lokale valuta EMD. Eerder werkte hij bij Interpolis Asset Management en Lombard Odier Darier & Hentsch. Schouten heeft een Master in Macro-economie van de Erasmus Universiteit, Rotterdam.



Martijn
Vijver

Martijn Vijver is sinds januari 2013 werkzaam voor MN als Senior Fund Manager Fixed Income. Hij is verantwoordelijk voor de selectie & monitoring en de portefeuilleconstructie van de vastrentende waarden portefeuilles. Hij heeft ruim 20 jaar ervaring in de financiële sector en is werkzaam geweest bij Watson Wyatt, Russell Investments, SAMCo en Achmea. Vijver is afgestudeerd Econometrist aan de Rijksuniversiteit Groningen en is CFA-charterholder.

‘Omdat lokale instellingen in opkomende landen zich ontwikkelen, groeien de lokale markten. Dat zie ik als een signaal dat de opkomende markten in het algemeen volwassen worden.’

Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen EMD in harde en lokale valuta?

Haugaard: 'Als je kijkt naar het landen-universum, zijn er twee heel verschillende asset classes. Harde valuta omvat een meer gevarieerd landenuniversum, van sommige van de armste en snelst groeiende frontier markets tot enkele van de rijkste landen in Europa en het Midden-Oosten, terwijl de benchmark voor lokale valuta hoofdzakelijk de meer ontwikkelde inkomenslanden omvat. Op het gebied van return drivers zijn het ook heel verschillende asset classes, waarbij harde valuta een kredietcategorie is die gericht is op kredietrisico van overheden en lokale valuta meer gedomineerd wordt door de FX-component en lokale rendementen. Historisch gezien is de volatiliteit hoger voor rendementen in lokale valuta.'

Law: 'Bij harde valuta heb je een US Treasury- en een spreadrendement. Bij debt in lokale valuta zijn zaken als monetair beleid en inflatie veel belangrijker dan bij debt in harde valuta.'

Hilton: 'Ik denk dat de FX-component het grootste deel van het rendement domineert en zeker de volatiliteit in de asset class. Het is een teken van volwassenheid dat de index zich richt op de midden-inkomenslanden met onafhankelijk monetair beleid, fiscale beleidsankers enzovoort. Maar het risico-rendements-profiel is overgeleverd aan de wereldwijde dollartrends en dat maakt het in sommige opzichten een lastigere markt om naar te alloceren, hoewel het een mogelijk interessante markt is om actief in te beleggen.'

Haugaard: 'Sinds de financiële crisis is er een veel meer door liquiditeit gedreven beleggingsomgeving ontstaan. In die omgeving heeft de markt in lokale valuta het een beetje moeilijk gehad, omdat de onderliggende groeifactoren van emerging markets nogal zwak waren. Nu zien we dat beleggers zich wat meer richten op lokale valuta als een tactische allocatie, dat wil zeggen een allocatie die vrij gevoelig is voor de onderliggende groei in opkomende landen ten opzichte van de Verenigde Staten, om echt overtuigend te zijn.'

Nartey: 'Het blijkt dat de lokale markt voor wat betreft de risico-rendements-verhouding riskanter is dan de externe markt, maar het goede is dat je niet noodzakelijkerwijs al dat FX-risico hoeft te nemen. Wij bekijken de duration los van de FX-component, omdat het verschillende risicofactoren zijn met verschillende aanjagers. Om een voorbeeld te noemen: wij vinden de Mexicaanse duration misschien attractief, maar niet de Mexicaanse peso. Dat betekent niet dat we altijd het peso-risico volledig willen afdekken. We kunnen misschien een deel afdekken. Je kunt je risico-rendements-verhouding in emerging markets lokaal verbeteren door de FX-component in voorkomende gevallen te verminderen.'

Neidert: 'EMD in harde valuta is vooral een asset class die is gecreëerd voor internationale beleggers. Bij lokale valuta is er een grotere diversiteit. Sommige

institutionele beleggers beleggen rechtstreeks in opkomende markten. Er is een binnenlandse beleggersbasis, met lokale verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, die liquiditeit aan de markt kan onttrekken, al dan niet tot het einde van de looptijd. En dan is er nog een staart van heel verschillende beleggers met verschillende agenda's, zoals hedgefondsen, sommige wereldwijde macro-CTAs en bepaalde centrale banken, die op een bepaald moment opportunistisch ingrijpen. Daarom is het, denk ik, ook moeilijker om schokken in lokale valuta te voorspellen dan in harde valuta, hetgeen misschien een extra risicofactor is. Het vereist enorme expertise om te navigeren in lokale valuta, in tegenstelling tot harde valuta.'

In welke buckets plaatsen institutionele beleggers EMD in harde en lokale valuta? Wat zijn hun overwegingen met betrekking tot deze verdeling?

Schouten: 'Wij beleggen zowel in harde als in lokale valuta, in staats- en bedrijfsobligaties, maar ook in private debt. We zien de toegevoegde waarde van actief beheer, maar we hebben ook klanten die >

‘EMD in harde valuta is vooral een asset class die is gecreëerd voor internationale beleggers. Bij lokale valuta is er een grotere diversiteit.’

‘Wij zijn er, op basis van historische gegevens, van overtuigd dat als je een langere beleggingshorizon hebt, actief beheer gunstiger is dan een passieve benadering.’

om oplossingen in indexstijl vragen. Vanuit een top-down-perspectief onderscheiden we binnen de harde en lokale valuta asset class ruwweg vier returncomponenten. Naast lokale rente- en valutacomponenten zien we ook de Amerikaanse rente en het kredietrisico als belangrijke rendementsfactoren. We kijken afzonderlijk naar deze componenten en kunnen vanuit een top-down overlay sturing geven. We beschikken dus over een breed pakket in termen van alpha drivers en risicomanagement, dat we naar de behoefte van de klant kunnen inzetten. Naast de risico-rendements-overwegingen zijn de kosten die gemoeid zijn met het beheer van de asset class natuurlijk ook een belangrijk element. Deze vormen samen met het verantwoord beleggen de vier kwadranten die worden

gewogen bij het nemen van de beleggingsbeslissingen.’

Vijver: ‘We werken graag met buckets, dus hebben we aparte allocaties. We doen niet aan tactische overlay tussen harde en lokale valuta. Fundamenteel hebben onze klanten een voorkeur voor strategische allocaties, waarbij in principe op jaarbasis wordt bijgestuurd. Wat betreft de verdeling tussen EMD in harde en lokale valuta: die hangt af van de voorkeuren van de klant. Als je het niet weet, kies je voor een allocatie van 50% in elk. Klanten met een verzekeringsachtergrond beleggen alleen in harde valuta, omdat voor hen beleggen in lokale valuta vanwege de kapitaalkosten niet zo effectief is.’

Nartey: ‘Wij proberen oplossingen te bieden voor iedereen, dus we hebben stand alone lokale valuta-, stand alone harde valuta-, en gemengde strategieën. Nu zijn we vrij bullish op lokaal, vooral wat de duratie betreft, omdat de centrale banken van emerging markets verder zijn in hun renteverhogingscycli dan de Fed.’

Law: ‘We hebben een scala aan producten en zien dat de gemengde producten vrij goed verkopen. Er is flexibiliteit om te switchen. Sommige van onze klanten

willen mixen, maar kennen de asset class niet goed genoeg om te kiezen tussen harde en lokale valuta. Dan maken ze gebruik van een manager die ze vertrouwen. Verder speelt de mogelijkheid om af te dekken natuurlijk een rol.’

Schouten: ‘Ten aanzien van de allocatie zijn we zeer terughoudend in het verschuiven van cash in harde valuta naar lokale valuta en binnen de harde valuta van bedrijven naar overheden, omdat het gewoon te duur is. We verplaatsen geen cash om onze actieve visies vorm te geven. We maken gebruik van het concept smart-rebalancing, waarbij we toestaan dat lokale valuta en harde valuta binnen bepaalde bandbreedtes over- en onderwogen worden zolang dat in lijn is met onze visie. We kijken naar een brede set van rendementsbepalende factoren en gebruiken die om via derivatenposities in een overlay de top-downrisico’s te managen. Het platform dat het overzicht houdt en de risico’s van de totale portefeuille stuurt, is de zogenaamde Relative Value Group. Deze groep heeft als een van de hoofdtaken om het concentratierisico te monitoren en, daar waar nodig geacht, bij te sturen, met als doel het neerwaartse risico te beperken.’

Law: ‘Aan een gemengde aanpak zijn niet alleen voordelen verbonden. In sommige meer gecompliceerde gemengde fondsen heb je te maken met verschillende benchmarks en te veel indices. Je kunt bijvoorbeeld het risico lopen onderwogen te zijn in een potentiële outperformer en daardoor performance en tracking verliezen.’

Neidert: ‘Een mixed aanpak is populair geworden toen beleggers zich realiseerden dat lokale en harde valuta twee verschillende zaken zijn. Wij waarschuwen onze klanten om geen gemengd product te verwachten waarbij een beheerder relatief snel tussen 0% en 100% kan alloceren, tussen lokale valuta en harde valuta. Zo werkt de asset class niet. Klanten moeten geen dynamische allocatie verwachten. Vanuit een bottom-up-perspectief, kan de juiste allocatie binnen harde valuta aan de ene kant en binnen lokale valuta aan de andere kant aanzienlijke alpha opleveren.’

Hoe is de kredietkwaliteit in de loop der tijd veranderd en hoe meet je die?

Haugaard: ‘Ik denk dat we te veel de neiging hebben ons op groei te richten als indicatie van hoe de kredietkwaliteit beweegt. Als je de kredietkwaliteit op een meer holistische en empirische manier bekijkt, zijn er veel andere, meer belangrijke factoren dan groei die invloed hebben op de kredietkwaliteit. Naast de traditionele maatstaven hebben wij governance aangemerkt als een van de belangrijkste factoren voor kredietkwaliteit. Markten zijn zeer gericht op opkomende landen om hun begrotingen te consolideren na jaren van overbesteding (gedeeltelijk onder invloed van COVID-19) teneinde de schuldhoudbaarheid te waarborgen en de budgettaire geloofwaardigheid te herstellen. Deze beleidskeuzes worden beïnvloed door de groei, maar zijn veel belangrijker om de kredietkwaliteit op een toekomstgerichte en marktrelevante manier te begrijpen. Maar, zoals gezegd, er is een tendens om te veel op groei te focussen en niet op sommige van de beleidsaanpassingen die je in opkomende markten ziet. Er is namelijk een zeer duidelijke dynamische relatie tussen kredietkwaliteit en marktgedrag. De markt kijkt naar hoe de kredietkwaliteit er over één tot twee jaar uitziet. Dat komt vaak neer op beleidskeuzes die deze opkomende landen nu maken.’

Hilton: ‘Vanaf het moment dat de Fed in het derde en vierde kwartaal van 2021 het idee van tijdelijke inflatie opgaf, was er een toenemende focus van de markt op opkomende landen die een sterker begrotingssaldo en een duurzamere schuld hadden dan andere. Dat geeft onder meer aan dat EMD een zeer heterogene asset class is, die verschillende benaderingen vereist, afhankelijk van de kredieten waarover we het hebben.’

Law: ‘Ik zou zeggen dat de kredietkwaliteit, numeriek gezien, slechter is geworden. Maar het hangt ook af van de tijdspanne die je meet, want er waren momenten waarop het wanbetalingspercentage in, laten we zeggen, de afgelopen tien jaar lager was. In de toekomst hangt het er in mijn ogen echt vanaf hoe high yield het doet. De assets moeten terug naar de markt.’

‘Fundamenteel hebben onze klanten een voorkeur voor strategische allocaties, waarbij in principe op jaarbasis bijgestuurd wordt.’

Het lijkt erop dat emerging markets moeite hebben om aan de verwachtingen rond verwachte rendementen te voldoen. Een aantal buy-side beleggers ziet EMD vooral als een bron van ESG-risico en als complex. Hoewel 2022 relatief goed was, was dat in combinatie met de matige prestaties voor sommigen een reden om afscheid te nemen van de beleggingscategorie.

Vijver: ‘De performance van harde valuta sovereigns was, zeker het afgelopen jaar, erg teleurstellend, met een negatief rendement van 17,8%. Lokale valuta-performance ging daarentegen goed: we stegen met 3% (omgerekend naar euro) voor onze aangepaste benchmark (onder andere ex-Rusland). Vorig jaar was ook meer sprake van een sterke dollar dan van een zwakke EMFX. Als we misschien tegen het einde van de dollarsterkte aanlopen, of als er een einde komt aan de verhogingscyclus van de Fed, is het nu misschien wel het moment om weer echt positief over EMD te worden. Dan kan het voor beleggers aantrekkelijk zijn om weer in de asset class te stappen.’

Hilton: ‘We moeten altijd voorzichtig zijn met generalisaties over opkomende markten, maar over het algemeen verkeren hun externe balansen in een wat betere positie. Er is dus een zekere mate van monetaire beleidsonafhankelijkheid die banken in opkomende landen nu hebben en die de huidige EMFX een structureel aantrekkelijke asset class zou moeten maken.’

Neidert: ‘EMD is wat mij betreft een ondergewaardeerde asset class. Lang niet alle institutionele beleggers hebben een significante allocatie naar EMD, dus is er ruimte voor groei. Als je dat risico eenmaal accepteert, heb je voor de lange termijn een strategische allocatie. Die >

zorgt onder andere voor diversificatie. Op dit moment heb je de spread van Amerikaanse high yield in een asset class die 50% investment grade is. Er zijn nogal wat redenen waarom beleggers nog steeds naar EMD willen kijken en het zeker in portefeuille willen houden.'

Schouten: 'De tegenvallende rendementen zijn natuurlijk niet onopgemerkt gebleven. Nu zitten we in een cyclus waar het rendementsperspectief waarschijnlijk gaat draaien. EMD is altijd een risicovolle asset class geweest en zal dat ook blijven. Is het riskanter geworden vanuit een ESG-perspectief? Ik denk het niet, zeker niet in relatieve termen. Politieke en klimaatrisico's zijn er altijd geweest. De ESG-risico's zijn alleen meer op de voorgrond getreden, temeer ook vanwege de teleurstellende rendementen. Ik denk dat, gegeven de huidige ontwikkelingen, risicopremies nog verder omhoog kunnen, en niet alleen voor EMD. We zijn er nog niet, maar het ziet er nu voor EMD een stuk aantrekkelijker uit dan een paar jaar geleden.'

Law: 'Het staat buiten kijf dat het uitdagend is geweest voor de asset class. Toch denk ik dat het strategisch zinvol is om erin te (blijven) investeren. De wat conservatievere beleggers zouden kunnen denken aan EMD in harde valuta, maar wij zien nu meer in lokale valuta.'

Wat is zinvoller voor beleggers in EMD: actief of passief beheer?

Nartey: 'Wij zijn een actieve manager, dus vanzelfsprekend denken wij dat actief beheer zinvol is. Maar als je kijkt naar gegevens van derden van Morningstar, overtreft de mediane actieve beheerder de mediane passieve beheerder over vijf jaar. Dit geldt voor EMD in harde valuta, maar vooral voor EMD in lokale valuta, zelfs als je rekening houdt met vergoedingen. De

markt is volwassener geworden, maar nog steeds inefficiënt. Wij zijn er op basis van historische gegevens van overtuigd dat als je een langere beleggingshorizon hebt, actief beheer gunstiger is dan een passieve benadering.'

Vijver: 'Er is plaats voor beide. Het hangt af van de wensen van de klant. Wij geven de voorkeur aan een multi-manager-aanpak om een betere informatieratio te krijgen en het operationeel risico te beperken. In principe zijn wij voorstander van (beperkt) actief beheer. We willen input van onze beheerders over de samenstelling van de gebruikte benchmarks en fundamentele landenanalyses ontvangen. Dat kunnen passieve beheerders in dit stadium gewoon niet bieden.'

Neidert: 'Voor passieve beheerders is het heel moeilijk om het benchmarkrendement te leveren na aftrek van hun vergoedingen. Ik heb de neiging om het als volgt te stellen: bij passief beheer is de kans 100% om onder de benchmark te presteren en bij actief beheer is de kans ongeveer 50% om beter te presteren dan de benchmark. Historisch gezien presteert 60% tot 65% van de actieve managers in EMD beter dan hun benchmark, en dat is ook beter dan in andere asset classes. Als je de juiste manager vindt, is het zinvol om actief te gaan en zijn er geen goede redenen om passief te gaan.'

Hoe zien jullie ESG-integratie in EMD?

Haugaard: 'Voor ons als vermogensbeheerders is sovereign risk de heilige graal. ESG-integratie gaat over hoe je ervoor kunt zorgen dat relevante ESG-factoren op een zinvolle manier zijn geïntegreerd in je sovereign risk-beoordeling. Je moet je ervan bewust zijn dat als je ESG niet op de juiste manier in je beleggingsproces integreert, dat uiteindelijk schade oplevert. Om ESG echt op een zinvolle manier te integreren, moet je het statistisch behandelen, op de juiste manier, omdat je rekening moet houden met sommige onderliggende verbanden die je in ESG-gegevens aantreft. Je kunt ESG niet op een backward looking-maniër integreren. Dan kom je in de problemen.'

'Ten aanzien van het klimaat is wel sprake van verbetering, maar het sociale deel is nog erg onderontwikkeld. Daar is momenteel geen consensus over.'

Law: ‘De beschikbare data zijn niet erg goed. Er is bijvoorbeeld een gebrek aan goede en consistente informatie over klimaatfactoren die gelden voor alle opkomende landen. Ten aanzien van het klimaat is er wel sprake van verbetering, maar het sociale deel is nog erg onderontwikkeld. Daar is momenteel geen consensus over. Ik maak deel uit van een groep die probeert een framework op te bouwen voor de beoordeling van Assessing Sovereign Climate-related Opportunities and Risks (ASCOR). De wil is aanwezig om verbeteringen aan te brengen. Ten aanzien van emerging markets is er wel degelijk sprake van betrokkenheid en samenwerking om een en ander te laten werken.’

Hilton: ‘Ik denk dat we ons momenteel in een fase bevinden waarin we nog geen consensus hebben bereikt over hoe we over ESG moeten denken en hoe we het moeten meten. Dat geldt waarschijnlijk voor markten in het algemeen, maar zeker voor emerging market debt. ESG-indices zijn in feite backward looking. Als je ESG-risico's in opkomende markten op een backward looking-basis analyseert, wordt veel van het rendement weggenomen dat we zouden willen oogsten. Wij hebben als industrie dus nog een lange weg te gaan. Het is goed dat er nu wordt gestreefd naar een standaardisatie van een grote hoeveelheid toegankelijke gegevens die we allemaal kunnen gebruiken. Daardoor kunnen bijvoorbeeld niet alleen emissietrends worden gemeten, maar ook doelstellingen en de geloofwaardigheid van het beleid dat gericht is op het bereiken van die doelstellingen.’

Nartey: ‘Het opnemen van ESG in je kredietanalyse is belangrijk, ongeacht of je een ESG-portefeuille hebt of niet. Voor klanten die geïnteresseerd zijn in ESG-geoptimaliseerde portefeuilles kunnen we de weg van het uitsluiten van bepaalde emittenten bewandelen. Maar alleen dat is niet genoeg. Engagement is ook belangrijk.’

Schouten: ‘Ik denk dat ESG-integratie zeer welkom is. Je moet wel een balans vinden tussen een portefeuille van hoge ESG-kwaliteit en het niet te veel opgeven van rendement. Als het gaat om een fundamentele landenafweging, zien wij ESG als het DNA van een land. Het geeft

‘Je moet je ervan bewust zijn dat als je ESG niet op de juiste manier in je beleggingsproces integreert, dat uiteindelijk schade oplevert.’

je een indicatie over het vermogen en de bereidheid om te veranderen, bijvoorbeeld van een frontier emerging-status naar een meer rijpe status.’

Neidert: ‘De kwaliteit van ESG-data wordt meestal slechter naarmate het land kleiner is. Als je niet over de nodige gegevens beschikt, kun je het betreffende land uit je universum verwijderen. Dat is iets dat je moet voorkomen, want dan komen alleen de grotere, meer ontwikkelde emerging markets in je portefeuille en verlies je in feite elke kans om beter te presteren dan de benchmark. Als je eropuit bent om in de EMD-markt geld te verdienen, moet je investeren in die emittenten wier ESG-inspanningen nog niet door de markt zijn ingeprijsd. Je moet ruimte overlaten voor impact, dus misschien de emittenten belonen die bereid zijn de nodige inspanningen te leveren om een beter ESG-profiel te krijgen. Zo kun je outperformance genereren met een ESG-strategie.’

Hoe denken jullie over engagement? Werkt het?

Vijver: ‘Engagen is goed, zeker ook in opkomende landen. Het is belangrijk dat wij, als groep vermogensbeheerders, dat beter voor het voetlicht brengen. Wellicht niet zozeer bij alle landen over mensenrechten, maar meer over de belangrijkste wereldwijde kwestie, namelijk de klimaatverandering. Op dit gebied is het zinvol om samen te werken met bepaalde allianties van gelijkgestemde vermogensbeheerders in opkomende markten. Initiatieven als Climate Action 100 of ASCOR zijn uitstekend.’

Schouten: ‘Wij houden ons bezig met het hele spectrum van engagement en zijn ook in gesprek met bijvoorbeeld de Wereldbank en de Aziatische Ontwikkelingsbank. Over het algemeen is het effectiever en veiliger om samen te werken en je als groep in te zetten, om >

zo het bewustzijn bij beleidsmakers te creëren dat de dialoog en eventuele veranderingen positieve gevolgen kunnen hebben. Bij uitsluiting geef je een duidelijk signaal dat er niet aan bepaalde normen en waarden wordt voldaan, maar ben je niet meer in gesprek.’

Law: ‘Voor opkomende landen is het misschien gewoon een gebrek aan vertrouwen om hun hand op te steken. Als ze zien dat andere, grote landen, vooral de Europese, dat wel doen, is dat voor hen waarschijnlijk een stimulans zich net zo te gedragen. Werken als groep is zeker veel krachtiger dan één-op-één te ageren.’

Haugaard: ‘Mijn team en ik bezoeken ongeveer 25 tot 30 opkomende landen per jaar en het blijkt keer op keer dat het heel moeilijk is om de juiste kanalen te bereiken teneinde gevoelige kwesties te bespreken. Het is vrij eenvoudig om minder gevoelige en meer op economisch beleid gerichte kwesties te bespreken. Collectieve betrokkenheid geeft je meer bandbreedte, dat is zeker.’

Hoe zullen de EMD-markten zich de komende drie tot vijf jaar ontwikkelen?

Nartey: ‘Wij verwachten dat de EMD-markten in zowel harde als lokale valuta de komende jaren zullen groeien, zowel voor wat betreft het aantal landen dat emitteert als in absolute omvang. Ik zei al eerder dat het een onderbelegde asset class is. Veel beleggers in het Westen hebben kennelijk een home bias als het op investeren aankomt. Ze zijn meer vertrouwd met de emittenten in ontwikkelde markten. Er zijn echter wel degelijk interessante mogelijkheden om in emerging market debt te investeren, vooral als er geen geopolitieke of andere ingrijpende schokken zijn. Wij erkennen echter dat er onverwachte dingen kunnen gebeuren en daarom is het belangrijk te beleggen bij een beheerder die zich sterk richt op goed gediversifieerde portefeuilles.’

Vijver: ‘Wij verwachten ook dat de markten zullen groeien, zeker de lokale. Wij zouden het toejuichen als meer landen zich op de EMD LC-markt zouden begeven en makkelijker toegankelijk zijn voor internationale beleggers. In dit verband denk ik met name aan India.’

‘Als je ESG-risico’s in opkomende markten op een backward looking basis analyseert, wordt veel van het rendement weggenomen dat we zouden willen oogsten.’

Haugaard: ‘De ontwikkelde markten zijn veel gevoeliger voor een hoge rente dan emerging markets, dus zul je vanuit dat perspectief een relatieve groei-verschuiving zien naar EMD. Dat creëert een omgeving waarin de dollar waarschijnlijk niet sterker zal worden, wat gunstig is voor emerging market debt in het algemeen. Nu de wereldwijde liquiditeit minder wordt, moeten landen zich goed gedragen om de liquiditeit aan te trekken die zij nodig hebben.’

Law: ‘De deglobalisering heeft een negatieve uitwerking op emerging markets en die zal nog wel even voortduren. Ik geloof echter dat opkomende landen zullen proberen zich aan te passen en elkaar te helpen.’

Hilton: ‘Er is, zoals ik eerder zei, nog steeds sprake van onderbeleggen in EMD. Verder denk ik dat opkomende landen over het geheel genomen op weg zijn naar sterkere instellingen, robuustere beleidskaders enzovoort. Dat zou na verloop van tijd een duurzamere groei moeten opleveren en een sterker argument om in de asset class te investeren.’

Schouten: ‘We zitten nog niet in een ‘sweet spot’ voor emerging market debt, maar er is sprake van structurele verbeteringen binnen de asset class, onder andere wat betreft de kredietkwaliteit, maar ook als het gaat om de groei van lokale markten. Dit is een signaal dat deze asset class zich verder aan het ontwikkelen is van ‘developing’ status naar ‘developed’ status. Binnen de asset class zijn echter grote verschillen die veel mogelijkheden bieden. Voordat alle lichten op groen springen, is er nog veel verbetering nodig.’ ■

IN HET KORT

De EMD-markt is nog niet echt volwassen. Er zijn nog genoeg eigenaardigheden, bijvoorbeeld op het gebied van prijsvorming.

EMD vormt nog steeds een relatief kleine allocatie in wereldwijde beleggingsportefeuilles.

EMD is een zeer heterogene asset class, die uiteenlopende benaderingen vereist.

Ontwikkelde markten zijn veel gevoeliger voor een hoge rente dan emerging markets, dus zul je vanuit dat perspectief een groeiverschuiving zien naar EMD.

Balanceeract rond Taiwan erodeert

Taiwan stond recent weer in het middelpunt van de belangstelling door onhandige opmerkingen van de Franse president Emmanuel Macron, ontmoetingen tussen Amerikaanse prominente politici en Taiwanese leiders, en grootschalige Chinese militaire oefeningen. Als China en Amerika militair de degens kruisen, zal dat volgens veel analisten een duel om Taiwan zijn.

Al is de kans op een oorlog nog altijd klein, het risico neemt gestaag toe nu een decennialang volgehouden succesvolle triangular deterrence afbrokkelt. Taiwan, China en de VS werden alle drie afgeschrikt om bepaalde onwenselijk geachte acties te ondernemen: China om Taiwan tot eenwording te dwingen, Taiwan om de formele onafhankelijkheid uit te roepen, en Amerika om Taiwanese onafhankelijkheid te erkennen en/of een officieel bondgenootschap te sluiten.

Die afschrikking werkte al die tijd goed, omdat de beide componenten van afschrikking – dreiging en geruststelling/verzekering – aanwezig en geloofwaardig waren. De dreiging bestond eruit dat partijen met hoge kosten konden schermen als de ander tot een bepaalde actie zou overgaan. Dat dreigement was ook geloofwaardig gezien de politieke wil en de capaciteiten van alle drie de partijen. De geruststelling kwam voort uit het vertrouwen dat van een partij geen misbruik zou worden gemaakt zolang deze niets zou doen.

Door bovengeschetste balans waren twee in potentie catastrofale acties altijd zeer onwaarschijnlijk: een formele onafhankelijkheidsverklaring door Taipei en een gedwongen hereniging door Beijing. Jarenlang was Amerika met afstand de machtigste speler in de driehoek. Haar beleid was gericht op het oneindig uitstellen van het conflict of om het creëren van de omstandigheden voor een politieke oplossing. Met andere woorden: Kicking the can down the road. Dit werkte om drie redenen:

- Amerika was vele maten te groot voor China.
- China was gefocust op de eigen economische ontwikkeling en op de integratie in de wereldeconomie.

- Washington reageerde doorgaans bekwaam op momenten dat een crisis dreigde.

Echter, de machtsbalans tussen de grootmachten is verschoven en aan alle kanten erodeert de effectiviteit van de triangular deterrence. Beginnend met Taiwan: de dreiging dat het China serieus pijn kan doen was relatief al niet groot, maar met de enorme toename van de Chinese militaire slagkracht is die dreigingsperceptie voor Beijing nog veel lager geworden. Tegelijkertijd verliest de positieve kant van afschrikking – de geruststelling/verzekering – aan kracht: de Taiwanese bevolking en politici voelen steeds minder voor hereniging.

Vanuit Chinese zijde is de dreigingscomponent aanmerkelijk sterker geworden en is het assurance-deel juist verzwakt: het is voor Taiwan weinig geloofwaardig dat China terughoudendheid zal betrachten als Taiwan afziet van bewegingen richting meer onafhankelijkheid. Dat laat de rücksichtslose aanpak van Hongkong wel zien.

Aan Amerikaanse zijde zijn ook beide afschrikingsonderdelen verzwakt. Voorheen kon Washington dreigen met ongenadige militaire en economische antwoorden op een Chinese invasie. Tegenwoordig heeft China maritiem overwicht in de eigen regio. Bovendien is China economisch gezien veel machtiger geworden. Geruststellingen vanuit Washington hebben ook sterk aan kracht verloren. Amerikaanse politici uiten zich steeds agressiever tegenover China.

Kortom, de delicate balans van de triangular deterrence is veel instabieler geworden. Een actie-reactiespiraal jaagt de spanningen op en vergroot het risico op het doorslaan van afschrikking naar grove provocatie.

Xi Jinping kan uit binnenlandse overwegingen en gezien de nog altijd in het Westers voordeel zijnde militaire balans een grootschalig conflict de komende jaren willen voorkomen met het idee dat op langere termijn de Chinese militaire kansen verbeteren. Maar Beijing zou ook alsnog kunnen besluiten tot eerdere actie als het idee bij China postvat dat Taiwan uit het zicht glipt door een nationalistischer koers in Taipei en de steun van Washington voor Taiwan sterk toeneemt. ■



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

Demystifying EMD hard currency

Emerging markets are entering a new era of decoupling in growth from the rest of the world. Different countries and diverse return drivers can be accessed through emerging markets debt hard currency.

By Thomas Haugaard

A decoupling story

As we near the end of the tightening cycle, there is debate regarding the severity, but the consensus is that global growth is slowing. This is where differentiation can emerge in economic growth amid policy differences – after all, emerging markets (EMs) were the first to kick off tightening and so could be ahead in easing.

Policy-driven headwinds are also more significant for developed markets (DMs) than for EMs. In DMs, the monetary policy transmission channel is, in our view, stronger given overall higher indebtedness. Stronger commodity prices are also more favourable for some EMs, which stand to benefit from the China growth rebound. Emerging markets growth is expected to increasingly decouple from the rest of the world. Growing three times as fast as DMs, these economies are expected to account for nearly 80% of global growth over 2023 and 2024¹.

A broad and liquid universe

Since EMs are the powerhouse of the global economy, is it even possible to avoid

being exposed to them through investment portfolios? We would argue that investors have indirect exposure even without direct investment and so accessing compensation for this makes sense. The emerging market debt hard currency (EMD HC) universe is an asset class where the opportunity set is the broadest in terms of global coverage. The EMD HC universe has grown from 55 countries to 69 countries over the past decade, eclipsing the country breadth of the EM corporate bond and local currency universe (Figure 1).

The EMD HC universe has grown to be almost comparable in market cap to the US high yield sector. Also representative of this large liquid universe, the average EM sovereign issuer is around twice the size of US high yield and EM corporate issuers, making sovereign pricing transparent.

Different countries, diverse return drivers

Amid pervasive uncertainty, the merits of diversification feel most valuable. The broad EMD HC country universe is evenly balanced between investment grade and high yield and spans all regions. No country measures much more than 5%, unlike other EM indices, where China dominates². This variation enables effective diversification through offering access to different growth drivers – such as long-term structural drivers – and risk characteristics.

Where a differentiation in fundamentals can aid with risk diversification is, for example: investment grade versus high yield, high income to middle income, and commodity exporters versus importers. As economic development never rests in EMs, this creates an opportunity to participate in any improvement, which often can underpin a rating upgrade story for a sovereign.

FIGURE 1: EMERGING MARKETS DEBT VERSUS OTHER ASSET CLASSES OVER THE LAST DECADE

Index	Countries		Market Cap (\$bn)		Market Cap (\$bn) > \$1bn		Number of issuers > \$1bn		Average issuer size (\$bn)
	Feb-23	Jan-13	Feb-23	Jan-13	Feb-23	Jan-13	Feb-23	Jan-13	Feb-23
Dollar-denominated EMD HC	69	55	1,504,723	579,254	787,276	531,111	424	232	1171
Euro-denominated EMD HC	35	14	217,980	67,857	128,491	55,148	79	32	859
EMD corporate credit	45	34	294,177	185,908	88,811	38,849	29	11	398
Local currency EMD	20	15	1,218,847	962,158	1,209,629	957,307	294	165	4109
US high yield	22	23	1,208,250	1,293,319	876,313	847,488	247	298	626

Source: IMF World Economic Outlook, April 2023. Gross domestic output in percent change (constant prices).

Myth: EM is just levered DM

Another misconception is around the inextricability of the EM and DM cycle, which, given slower global growth and higher borrowing costs, fuels default fears. The differential between EM and US real GDP growth is set to increase in 2023 and 2024³, as EMs outpaces the US (particularly given the China rebound), while correlation of growth has waned⁴.

Moreover, there may not be as close a relationship as assumed between the US monetary cycle and the performance of the EMD HC universe. With US Federal Reserve tightening influencing EMD HC performance, much depends on the visibility and certainty around the US rate cycle and the state of the US economy. A more consistent trend is that EMD HC tends to outperform in the two years after the end of a US hiking cycle⁵, perhaps partly due to the relative attractiveness of EMD.

Myth: default risk is high

EMs have also progressed by upgrading policy frameworks, where most bigger EM countries have comparable frameworks to DMs. Positive development is encouraged through greater involvement of the International Monetary Fund (IMF). After the 1980s, sovereign defaults tended to be sporadic and reached quicker resolutions through partnership with such institutions. According to Morgan Stanley, three quarters of sovereign debt restructurings since 1999⁶ involved partnership with the IMF – with a programme nearly always agreed ahead of the restructuring closing. Over the past nearly two decades, the EMD HC average default rate has been circa 1%

per year (compared to just over 2% in US high yield), with an average recovery rate of more than 50% (see Figure 2). Despite this, the market perception of defaults is disconnected with historical reality and the perception of EM does not fully factor in the policy improvements and structural reform over the last two decades.

Looking past pre-conceptions

Some pre-conceptions surround EMD that are an overhang from the past and overlook the maturing of EM economies in improving policy quality in governance and fundamentals. As we enter a more challenging period, the broad EMD HC universe offers investors diversification as well as the prospect of compelling growth as EMs decouple from DMs and policy tightening reverses. More attractive yields have also emerged, highlighting the income opportunity. That said, there is a lot of dispersion in this heterogeneous universe. An active approach can help distil the opportunities and balance the risk and reward on offer to generate steady alpha over the long term. ■



Thomas Haugaard

Portfolio Manager,
Janus Henderson Investors

1 Source: IMF World Economic Outlook, October 2022.

2 Source: Janus Henderson Investors, JP Morgan, as at 31 December 2022. JP Morgan EMBI Global Diversified Index.

3 Source: Macrobond, IMF, Janus Henderson Investors, as at 7 March 2023.

4 There is no guarantee that past trends will continue, or forecasts be realised.
5 Source: Tellimer Research, IMF WEO, 31 December 2019. Correlation refers to 2010 to 2019.

6 Source: Tellimer Research, St Louis Fed, Bloomberg. Bond returns based on the JPM EMBIG, 2021.

7 Source: Morgan Stanley, 4 October 2022.

Disclaimer

The views presented are as of the date published. This article is intended solely for the use of professionals, defined as Eligible Counterparties or Professional Clients, and is not for general public distribution. Janus Henderson Investors is the name under which investment products and services are provided by Janus Henderson Investors International Limited (reg. no. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (reg. no. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (reg. no. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg. no. 2606646), (each registered in England and Wales at 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE and regulated by the Financial Conduct Authority) and Janus Henderson Investors Europe S.A. (reg. no. B22843 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier). Janus Henderson, Knowledge Shared and Knowledge Labs are trademarks of Janus Henderson Group plc or one of its subsidiaries. © Janus Henderson Group plc.

FIGURE 2: SOVEREIGN DEFAULTS ARE FEW AND FAR BETWEEN



Source: JP Morgan, 1 January 2003 to 31 December 2022. BofA US High Yield Index. EMBIG default rate notionally weighted. Note: Although Ukraine is not being treated as a defaulted issuer in the EMBIG, we are factoring it into the rate due to the restructuring, as credit default swaps were triggered.

SUMMARY

EMD HC offers unrivalled scale, compelling diversification and attractive return potential.

Myths pervade the EMD asset class, detaching perception from reality around defaults, leverage to the DM cycle and ESG risks.

In the sovereign space, the unique nature of these borrowers mitigates default risk, while the broad issuer base allows investors to tap into diversification potential.

Still numerous opportunities in China

Most of the concerns regarding the situation in China are too pessimistic. The country plays a major role in the crucial energy transition and Chinese companies are increasingly focusing abroad. These developments present numerous opportunities.

By Joost van Mierlo

That's the view of Haiyan Li-Labbé, co-Manager of the Carmignac Emergents fund, one of the world's leading and most successful funds when it comes to investing in emerging markets.

Carmignac was an early adopter of emerging markets investing. The first emerging markets fund was launched in 1997. Since then, several new funds have been added, each with their own specific approach. What has remained is an investment style with a concentrated portfolio in which return and ESG goals go hand in hand.

Li-Labbé has been involved with Carmignac for 12 years. She has been managing the Carmignac Emergents fund with Xavier Hovasse for the past two years. Her expertise lies in her native China. 'I am a bridge between the two worlds,' says Li-Labbé, who came to live in France 25 years ago. 'Through contact with my friends and family, I am able to get a good picture of the developments in the country. There are reasons for concern, but they are exaggerated. That, in turn, leads to exaggerated negative valuations of Chinese companies. We can benefit from that.'

When people write and talk about China, the emphasis is on political tensions with the West. How do you view that issue?

'We have to be honest. The situation in Taiwan is a serious risk. The concerns are justified. We also don't know whether it will come to a military confrontation. What we do know is that this negative sentiment has had a big effect on the valuations of Chinese companies.'

If we balance the risks and opportunities, we are ultimately positive about our investments in China. In doing so, we focus particularly

on the Chinese market itself. Chinese companies dependent on exports are less attractive to us because of numerous barriers.'

China reopened quickly after lifting all curfews around COVID-19. Where are the opportunities?

'In the past, real estate, along with banking development and more recently the internet spurt drove economic growth. Now we see that focus has shifted to industrial and technological innovation. China is playing a leading role when it comes to the energy transition. A company like Sungrow, a solar inverter manufacturer, is playing a crucial role. It is a perfect match for us between achieving attractive returns and our focus on achieving ESG goals, in this case around the environment. But there is also a lot of progress in the social field in China. This is underexposed. In the past 30 years, 700 million Chinese have risen above the poverty line. When I look at Zhejiang, the province where I grew up, it has long since ceased to be a developing country. It is one of the smallest provinces in China, but now also one of the richest ones and thus an example for the other provinces. When I travel there now, I feel like I'm in a Western country. Most buses are electric, everyone pays with smartphones and almost 80% of the population is financially covered through pension funds and social security.'

In your allocation, how are you benefiting from this situation in China?

'We focus on e-commerce, for example. That ensures that high-quality products are also available in rural areas. But we also have a significant stake in Chinese companies listed on the Hong Kong stock exchange. Many Chinese ADRs of Chinese companies have a dual listing in the US, but also in Hong Kong. This will be even more the case in the coming years, is our assessment.'

As you made clear, your emphasis is also emphatically on ESG policy. Which sectors or companies are dropping out as a result?

'Indeed, our fund Carmignac Emergents is an SRI strategy with a sustainable objective, investing in companies aiming to have a positive contribution to the environment and to society. In order to achieve this objective, we also filter out our investment universe to exclude companies with a harmful or unsustainable activity and those that have a negative impact. For example, a few years ago, we deliberately made the decision to no longer invest in the gambling district

around Macau, because it's no longer in line with our ESG objective.

Another example is Tencent. That is an excellent company, but more than half of its revenues come from gaming products. Regarding our sustainable investment objective, we prefer investing in companies that can diversify their revenue in activities or products offering solutions to inherent emerging market issues.'

You mentioned Carmignac Emergents, your flagship emerging market equity fund. Can you tell us more about it?

'Carmignac Emergents is our global EM equity fund, aiming to generate positive performance while seeking to achieve a positive footprint on the environment and society. We focus on countries and companies with long-term growth potential that provide solutions to the inherent challenges of emerging markets.

Our fund gathers our convictions regarding emerging markets. We particularly favour Asian stocks, especially Chinese and Korean, given their attractive growth prospects and particularly attractive valuations after 20 months of decline. Nevertheless, we have also decent investments in Latin America, notably Brazil and Mexico.

Thus, Carmignac Emergents offers the possibility to seize promising opportunities across the emerging equity universe.'

Forming more than 40% of the portfolio, China is clearly very important. In what other countries do you see opportunities?

'We are looking to invest in countries with stable political environments. We are positive about South Korea. Therefore, the fund has significant holdings there. The valuations of Korean companies are particularly attractive right now. Now that it is more difficult for Chinese companies to export to the US, you see assembly being moved to other countries in East and Southeast Asia. That opens up opportunities there.

Another example is Mexico. It is increasingly clear that this country is becoming the industrial base for products exported to the US. This is what we call the nearshoring. This is not only the result of investments by US companies, but Chinese companies also see the opportunities there. To take advantage of this trend, we are invested in the Mexican bank Grupo Banorte, that we believe will continue to benefit from that.'



CV

Haiyan Li-Labbé

Haiyan Li-Labbé is a Fund Manager with a focus on the Greater China markets within the Emerging Equities team. Li-Labbé joined Carmignac in 2011. She started her career in 2001 at Société Générale Investment Banking and was the responsible Analyst on Asian convertible bonds. Between 2004 and 2011, she was a Fund Manager and Head of Asian Projects at ADI Alternative Investments and OFI AM. Li-Labbé holds a Master's degree in French from Beijing's Foreign Languages University, and a Master's degree from Ecole Supérieure de Commerce de Paris (ESCP).

How do you look at a country like India with its youthful and well-educated population?

'India is undoubtedly one of the most promising and important countries for the future. Right around this time, India is passing China as the country with the highest population. But the average age is also quite a bit lower, and the birth rate is significantly higher. For a host of reasons, such as restrictions around capital imports, Indian companies are quite pricey right now. But we are keeping a close eye on developments there. The country will only grow in importance over the coming years.'

How do you view indirect investments in Western companies that operate a lot in emerging markets?

'It's not something we use a lot. Some funds that invest in emerging markets invest in companies like LVMH and Hermes because they generate a significant portion of sales in emerging markets. But we don't really see how that relates to our ESG ambitions. In Carmignac Emergents, our prospectus and investment guidelines allow us to invest in companies that generate a substantial amount of their revenues from emerging countries. However, we rarely use this.' ■

Disclaimer

Marketing content sponsored by Carmignac. Legal information can be accessed by clicking here. The asset manager recommends that you consult the prospectus/KID before making a final investment decision. Investing involves a risk of capital loss.

Developments in the emerging markets sovereign sustainable bond market

The theme of this year's IMF-World Bank Spring Meeting was 'Reshaping Development'. The emphasis on supporting developing economies in a sustainable way could not have been more pronounced.

By Esther Law

While there is a huge push for the sovereigns, especially among emerging markets (EM), to issue more sustainable bonds, there are still challenges to overcome before the sustainable sovereign bond market can meaningfully take off. In this article, I am going to discuss why one should look at emerging market debt (EMD) as an investment opportunity now, the challenges and opportunities in the EM sovereign ESG space, and the power of engagement.

Emerging market debt as an investment opportunity

Despite the volatility in the EM universe, EMD remains an important asset class, given that 66% of global growth comes from EM countries. In comparison:

only around 13% of the Bloomberg Global Aggregate Bond Index is emerging market debt. In addition, following the historically large outflow of

nearly \$ 90 billion in 2022 (see Figure 1), the positioning in EMD is now much clearer. This is especially the case in the local currency sovereign space.

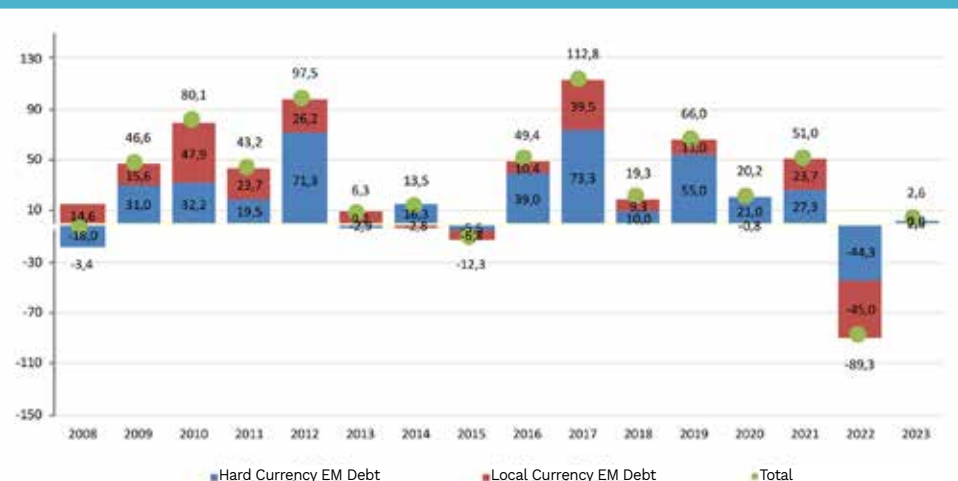
With the end of the Federal Reserve interest rate hiking cycle in sight, EMD is very likely to benefit, especially the local currency government debt. This should yield positive performance both from the carry component as well as from the EMFX component with a potentially weaker USD view in the second half of 2023. As most EM central banks hiked their rates earlier, and more so than developed markets, the pause in the Fed hiking cycle does allow some of them to start easing as early as later this year, making local currency bonds more attractive.

Turning to EM sustainable bonds, use of proceeds green bonds is still by far the most developed type compared with social, sustainability, transition and sustainability-linked bonds (SLBs).

Although the pandemic and the Fed hiking environment have resulted in lower green bond issuance in general, especially last year, China overtook the US to become the top green bond issuing country in 2022 (see Figure 2). Since the pandemic, the issuance of social bonds increased, which helped with rebuilding the economy at a very daring time when many countries struggled with expanding social spending.

In 2022, although the overall issuance in EM sustainable debt was dented by the increase in global interest rates, green, social, sustainable and SLBs issuance reached a total of \$ 83 billion among 26 EM countries, according to the Climate Bonds Initiative's statistics. Many multi-development banks (MDBs) have played a big role in providing technical support for EM sovereigns in constructing their sustainable bond framework or SLBs, for example in Chile and Uruguay.

FIGURE 1: FLOWS INTO EM DEBT FUNDS



Source: J.P. Research, as at 14/4/23

Challenges and opportunities in the EM sovereign ESG market

Compared with the EM corporate bond market, the EM sovereign sustainable bond market is definitely lagging behind. Several key factors can help to explain this: 1) there is still a lack of standardisation as to which ESG key performance indicators (KPIs) to use, 2) the quality of KPI reporting is very varied, with some EM sovereigns being very transparent while many others are still in the development phase, 3) social and governance standards are very difficult to quantify and track in some developing countries, 4) the lack of cost advantage (the so called greenium) for the sovereign to issue labelled bonds over conventional bonds, 5) the cost and technical difficulty in setting a sustainability or green bond framework, 6) lack of investor confidence in the quality of KPIs and reporting, and 7) the lack of consensus on the regulation front regarding definitions, especially around net-zero.

However, there have been plenty of efforts by the World Bank, Inter-America Development Bank, Asia Development Bank, other MDBs, Non-Governmental Organisations, private sector investor networks (such as the UN Principles for Responsible Investment) and EM sovereigns themselves trying to improve in these areas.

Recently, there have been some joint efforts between the private sector and public sector to help provide some assessment frameworks, such as the investor-led Assessing Sovereign Climate-related Opportunities and Risks (ASCOR) framework, which aims to provide an open-source set of climate KPIs to address the lack of standardisation of issues in the sovereign space. Better KPIs and standardisation in the sovereign universe would not only give investors confidence in investing in EM sovereign sustainable bonds (and thus facilitate transition into sustainable finance), but would also allow sovereign issuers to have a more

standard set of KPIs for future labelled bond issuance.

The success of the USD Uruguay SLB maturing 2034 is a good example of how a well-structured SLB with reliable and aggressive KPIs (GHG emission reduction of NDC aligned -50%, and 100% forest conservation by 2025) successfully attracted new bond buyers and thus diversify opportunities for sovereign issuers to access the capital markets. The Uruguay Debt Management went all the way to set a more ambitious target of -52% GHG emission reduction and 103% forest conservation by 2025 to benefit from a coupon step down of 15bp.

The power of engagement

There is still a lot of work to be done, but the collaboration so far by various stakeholders, from the sovereign issuers themselves to MDBs, providing technical support, and eventually to investors, has definitely been encouraging. Engagement will continue to be key in improving the standard, the understanding and the quality of the KPIs and reporting, in order to safeguard against greenwashing. Engagement is also an effective tool for investors or regulators to let sovereign issuers know what disclosure is required. This is how to start bringing a good standard to the EM sovereign sustainable debt market.

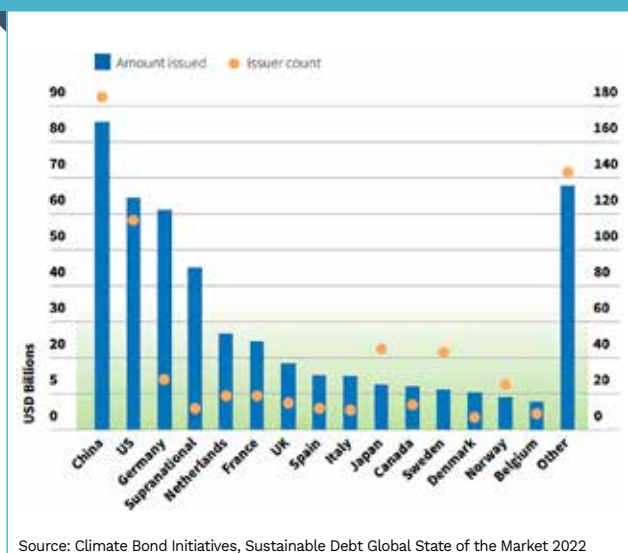
Consistent and coherent collaboration between stakeholders is the most powerful force to tackle the current challenges and to turn those into opportunities in a sustainable way to help with achieving the 1.5°C pathway. ■



Esther Law

Senior Portfolio Manager EMD and Responsible Investing Lead, Amundi

FIGURE 2: CHINA SURPASSED THE USA AS THE MAIN SOURCE OF GREEN DEBT IN 2022



Source: Climate Bond Initiatives, Sustainable Debt Global State of the Market 2022

SUMMARY

Although 66% of world global growth comes from EM countries, only 13% of the Bloomberg Global Aggregate Bond Index consists of EMD.

The end of the Fed's interest rate hiking cycle is likely to benefit EMD.

China overtook the US as the top green bond issuing country in 2022.

The EM sovereign sustainable bond market is still lagging compared to EM corporate bond market.

The collaboration by various stakeholders to improve has been encouraging.



Emerging markets have learned from their past

Emerging markets equities struggled in 2022, with the lowest returns since the 2008-2009 Global Financial Crisis, but climbed in the first months of 2023. However, these assets still lag behind their developed peers. What are the drivers for growth and performance in emerging markets? Financial Investigator spoke to Amit Goel, Portfolio Manager at Fidelity International, about the opportunities emerging markets have to offer.

By Esther Waal

How do you expect emerging markets to perform over the next 5 years?

‘We firmly believe global emerging markets (GEMs) are well-placed to provide superior returns over the medium-to-long term. The medium-to-long term fundamentals in GEMs are very reasonable today compared to the past. At a time when high inflation and interest rates are leading to a standard-of-living crisis in the developed markets (DMs), GEM economies have been ahead of the curve in raising rates. They are now carrying positive real rates while inflation is plateauing. Whenever the US Fed pivots, GEMs will have a lot of room to cut rates. Also, GEM economies have learned from their past and have strengthened their external balances and foreign reserves. They are now in a better position to absorb external shocks.’

Similarly, the growth profile of GEMs is superior. China is opening up this year. In India, ongoing investment into infrastructure and manufacturing is supporting the country’s rate of growth. Technology companies in Korea and Taiwan have already gone through a deep inventory destocking cycle which is expected to normalise going forward. Meanwhile, valuations in GEMs are much more reasonable and the GEMs index is trading at a discount to the DMs index, that’s close to the highest in 20 years. So overall, whether you consider fundamentals, quality of underlying assets, or valuations, GEMs are in better shape, more resilient, and more attractively valued than in the past.’

What are the biggest risks in emerging markets?

‘The biggest risks include US recession, higher rates and inflation, and geopolitics. These risks are well understood today and

‘Our high discount rate and corporate governance concerns in Russia meant we were underweight in Russia before the conflict with Ukraine started.’

'We firmly believe global emerging markets are well-placed to provide superior returns in the medium to long term.'

are largely priced into the valuations. So, while the environment remains volatile, we think we are building most of these into the price.'

How has China's reopening impacted emerging markets?

'Chinese consumers saved a lot during lockdowns. After the initial rebound, we see that the reopening is leading to a gradual return of consumption. This should be positive for other parts of the emerging markets as well.'

To what extent are emerging market countries well equipped to manage inflationary pressures?

'Historically, emerging markets have lived through an environment of relatively higher inflation and interest rates and they seem to have learned from their past. While being a very heterogenous market, one trend that we see is that, across GEMs, economies are carrying positive real rates at a time when inflation is plateauing. This means whenever the Fed pivots these countries have a lot of space to cut rates.'

Also, because these economies are used to higher inflation and interest rates, most countries have the transmission mechanisms, such as higher wage growth et cetera, such that they do not face a standard-of-living crisis like in DMs.'

What impact does geopolitics have on investment opportunities in emerging markets?

'Growing geopolitical issues are as much a concern for emerging markets as they are for developed markets, and these are increasingly impacting investor confidence.'

While we are bottom-up investors, we do assign a higher discount rate for countries where we believe risks are higher. For instance, our high discount rate and

corporate governance concerns in Russia meant we were underweight in Russia before the conflict with Ukraine started and this helped our fund's relative performance in 2022. Similarly, in China we are very mindful of the increased risks from China-US issues as well as regulatory surprises.'

To what extent is the trend of deglobalisation affecting investment opportunities in emerging markets?

'Restriction of free trade may lead to higher production costs, which is inflationary in nature, but it is tough to base our investment decisions on such macro trends. We will stick to our strength, which is company research, and build our portfolio bottom-up.'

Which emerging markets offer the biggest growth opportunities?

'We remain focused on high quality sustainable businesses operating in areas benefiting from structural growth or improving industry structures that are available at a reasonable price. From this perspective we are finding opportunities in domestic businesses in China, that are benefiting from the growth of the upper-middle class buying high-end consumption goods. In India, we are focusing on growth from financial inclusion with our positions in best quality private sector banks and discretionary companies benefiting from the growth in middle class buying products, such as automobiles and consumer electronics, and services, such as mortgages, loans, and credit cards. Outside Asia, we own very specific businesses, such as the monopoly stock exchange company in Brazil, where equity investments should recover over medium term as interest rates reduce from current levels. In Mexico, we own a leading airports operator and a bank, which benefit from near-sourcing and a shift in global supply chains.' ■

Disclaimer

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 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. FIL Limited assets and resources as at 18/04/2023 - data is unaudited. Research professionals include both analysts and associates. Investors should note that the views expressed may no longer be current and may have already been acted upon. Investments in emerging markets can be more volatile than other more developed markets. Past performance is not a reliable indicator of future returns.



Amit Goel

Portfolio Manager,
Fidelity International

SUMMARY

Global emerging markets are expected to provide superior returns over the medium-to-long term.

The biggest risks for emerging markets include US recession, higher rates and inflation, and geopolitics.

Global emerging markets are carrying positive real rates at a time when inflation is plateauing.

China, India, Mexico and Brazil offer interesting growth opportunities.

Rendement EMD ongekend interessant, maar nog onopgemerkt

In de huidige onzekere markten doen Europese institutionele beleggers er goed aan nog eens te kijken naar emerging market debt, een segment dat vaak ondervertegenwoordigd is in portefeuilles.

Door *Ward Brown*

Beleggers worden in 2023 geconfronteerd met meer onzekerheid. Er zijn echter lichtpuntjes. Zo begint de inflatie terug te lopen, vertragen centrale banken het tempo van verkrapping en zijn de waarderingen van obligaties momenteel in veel sectoren aantrekkelijker dan voorheen. Tegen deze achtergrond is emerging market debt (EMD) een nadere beschouwing waard voor Europese beleggers, omdat het betere rendementen biedt ten opzichte van andere obligatiecategorieën.

Europese beleggers zijn natuurlijk bekend met beleggen in opkomende markten, maar het segment is vaak ondervertegenwoor-

‘EMD biedt beleggers toegang tot economieën met een hogere groei en productiviteit dan ontwikkelde markteconomieën.’



digd in portefeuilles. Net als aandelen uit opkomende markten biedt EMD beleggers toegang tot economieën met een hogere groei en productiviteit dan ontwikkelde markteconomieën. Bovendien is deze beleggingscategorie de afgelopen 30 jaar volwassen geworden. Begin jaren negentig waren er weinig landen opgenomen in de index en tot begin jaren 2000 volgden de crises elkaar in rap tempo op. Deze asset class werd daardoor als een risicovolle aangelegenheid gezien. Maar tegenwoordig hebben veel emittenten van EMD een robuust schuldprofiel en een betere kredietwaardigheid. Bovendien zijn de diepte en breedte van de liquiditeit toegenomen doordat de omvang van de totale markt is gegroeid tot ongeveer € 4,7 miljard. EMD omvat nu bijna 16% van het wereldwijde obligatie-universum.

Lokale valuta

EMD kan worden onderverdeeld in twee belangrijke

subcategorieën: EMD in harde valuta en EMD in lokale valuta. EMD in harde valuta verwijst naar schuld die meestal in dollars, maar ook wel in euro of in yen is uitgegeven. EMD in lokale valuta verwijst naar schuld die is uitgegeven in de plaatselijke binnenlandse munt. EMD in harde valuta kan worden afgedekt (terug) naar euro's of ongedekt blijven. Voor EMD in lokale valuta is het hedgen van de valuta's vaak onpraktisch, omdat het een complex en kostbaar proces kan zijn.

Bij het overwegen van een allocatie is het belangrijk om de volatiliteits- en correlatiekarakteristieken van een asset class te begrijpen. Vaak wordt aangenomen dat EMD in lokale valuta volatieler is dan EMD in harde valuta. Maar het volatiliteitsprofiel hangt af van de thuisvaluta van de belegger. In de afgelopen tien jaar was de volatiliteit van EMD in lokale valuta voor Amerikaanse beleggers

‘De rentes van EMD in lokale valuta zijn momenteel interessant. Zeker in vergelijking met ontwikkelde markten.’

hoger, namelijk gemiddeld 11,4%, vergeleken met een volatiliteit van EMD in harde valuta van 9,0% in dezelfde periode. In euro uitgedrukt was de volatiliteit van EMD in lokale valuta met 9,2% echter veel lager, vergelijkbaar met niet-afgedekte EMD in harde valuta, dat eveneens gemiddeld 9,2% bedroeg. Het afdekken van de exposure naar de Amerikaanse dollar van EMD in harde valuta heeft de totale volatiliteit iets verminderd, tot 9,0%.

Verschillende cycli

In de afgelopen twintig jaar heeft EMD in lokale valuta verschillende cycli doorlopen. Een typische cyclus van dit segment kent vier fasen: eerst een periode met een zeer terughoudende Fed, dan een fase waarin de lokale obligaties en valuta's van opkomende markten verzwakken, daarna beginnen de centrale banken van deze landen de rente te verhogen om de inflatie te stabiliseren, en in de laatste fase stabiliseren de valuta's uit opkomende landen, neemt de inflatie af en stijgt het reële rendement op de schuld in lokale valuta.

In het verleden zijn we getuige geweest van drie cycli van EMD in lokale valuta: een voor en twee na de wereldwijde financiële crisis. De eerste cyclus viel samen met de tussentijdse verkrapting door de Federal Reserve in de periode van 2004 tot 2006. Daarna waren er cycli die respectievelijk samenvielen met de

Taper Tantrum van 2013 en de Amerikaanse renteverhogingen van 2018.

Momenteel staan we op het punt de vierde fase van de huidige cyclus in te gaan, waarin we normaliter goede resultaten kunnen verwachten. Het beleid van de centrale banken in opkomende landen is duidelijk. Sommige hebben de renteverhogingen voorlopig in de pausstand gezet. De lokale markten anticiperen op renteverlagingen. Daarnaast lijkt de Amerikaanse dollar zijn hoogtepunt te hebben bereikt en begint de inflatie in opkomende landen te normaliseren, wat goed nieuws is voor lokale obligaties.

De rentes van EMD in lokale valuta zijn momenteel interessant. Zeker in vergelijking met ontwikkelde markten: EM levert 3,25% meer rente op, ondanks de grote rentecorrectie in de ontwikkelde markten. Daarnaast is de waardering van EM-valuta momenteel gunstig. Een mandje met EM-valuta handelt op het laagste niveau in jaren, vergeleken met een mandje van dollars en euro's. Ten slotte correleren de waarderingen van valuta uit opkomende markten normaliter met de grondstoffenprijzen, maar op dit moment lijkt de grondstoffenrally van vorig jaar nog niet te zijn ingeprijsd.

Streng selectie

Essentieel is en blijft een strenge selectie binnen de EM-landen. Niet alleen

moeten beleggers de cyclus van EMD in lokale valuta begrijpen vanuit een wereldwijd macro top-down perspectief, ze moeten ook rekening houden met de hoogte en opbouw van de overheidsschuld. EMD in lokale valuta heeft een hoge volatiliteit, dus moeten beleggers focussen op markten die een sterk onderliggend fundament hebben. Daarnaast moeten ze zich verdiepen in zowel de lokale monetaire beleidsdynamieken als de technische kant, om te weten waar de duratierisico's liggen.

Een van de grootste risico's in de prognoses die beleggers aanhouden, is dat de wereldwijde economie toch nog een harde landing maakt. De Amerikaanse dollar wordt tijdens wereldwijde recessies vaak gezien als veilige haven, wat de positie van EM-valuta zou verzwakken, waardoor lokale centrale banken niet over kunnen gaan tot renteverlagingen. Hoewel de wereldwijde groei dit jaar hoogstwaarschijnlijk zal vertragen, zorgen de heropening van China en de verlaagde energierisico's in Europa er echter waarschijnlijk voor dat een harde landing uitblijft.

In deze onzekere markten zouden Europese beleggers een strategische allocatie naar EMD kunnen en moeten overwegen, omdat ze op deze manier toegang krijgen tot markten die snel groeien, maar die tegelijkertijd volwassen zijn geworden als het gaat om de omvang van de markt, liquiditeit en kredietkwaliteit. EMD biedt bovendien diversificatievoordelen in bredere portefeuilles, omdat de asset class een lage correlatie heeft met andere segmenten. ■



Ward Brown

Portfolio Manager Fixed Income,
MFS Investment Management

IN HET KORT

EMD is vaak nog ondervertegenwoordigd in portefeuilles.

Met name EMD in lokale valuta is momenteel interessant.

Beleggers krijgen met EMD toegang tot snelgroeiende markten die bovendien een lage correlatie hebben met andere beleggingssegmenten.

Het risicobereidheids- onderzoek als vertrek- punt en toets van het beleggingsbeleid

Door Bouko de Groot Fotografie Financial Investigator



Onder het nieuwe pensioenstelsel vormt de risicohouding van de deelnemers de basis voor het beleggingsbeleid. Tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'Beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel' spraken drie experts onder leiding van Randy Caenen, CFRO van Nedlloyd Pensioenfonds, over de uitdaging om als bestuur invulling te geven aan de vertaling van de risicohouding naar het beleggingsbeleid per leeftijdscohort.

Voor SBZ Pensioen is de uitdaging relatief gering, zo gaf Bestuurder Edwin Schokker aan. 'Wij hebben op dit moment reeds een beschikbare premiereregeling, dus we hebben de risicohouding al vastgesteld. Ons bestuur streeft naar een flexibele premiereregeling. Zeer recent hebben we een risicobereidheidsonderzoek laten uitvoeren en op basis daarvan de risicohouding een klein beetje herijkt. Ook hebben we getoetst of ons huidige beleggingsbeleid van de beschikbare premiereregeling bij de huidige risicohouding past. We zijn op dit moment al iets verder dan het huidige wettelijke kader vereist. We hebben bijvoorbeeld al een ambitie opgenomen in de beschikbare premiereregeling, terwijl dat

'Wij zijn een ALM-huis en maken graag berekeningen, maar het gaat om de bestuurlijke discussie en die kan ook al zonder allerlei berekeningen worden gevoerd.'

strikt genomen niet hoeft. Dus eigenlijk zijn wij al bijna klaar!'

Pensioenfonds Philips heeft in 2021 een eerste risicobereidheidsonderzoek uitgevoerd. De uitkomsten daarvan vormen voor ALM-Strateeg Annemiek van Vuren een basis om de wettelijke risicomaatstaven kwantitatief te maken. 'Ze zijn daarmee een vertrekpunt. Wat gelijk opvalt, is dat er een grote spreiding bestaat in de risicovoorkuren van deelnemers. Dat maakt het een uitdaging om op basis daarvan een risicohouding vast te stellen. Daar zijn wij op dit moment druk mee bezig. Daarnaast heb je je ALM-berekeningen om strategisch beleid neer te zetten. Het advies dat daaruit volgt, moet ook passen binnen de grenzen die je vaststelt.'

Maatstaven voor het beleid

Martijn Euverman, Partner bij Sprenkels, waarschuwde voor de lokroep van overbodige complexiteit: 'Idealiter doe je een risicopreferentieonderzoek, waaruit de risicohouding volgt en daaruit volgt het beleggingsbeleid. Maar dat is lang niet zo eenvoudig als we allemaal wel zouden willen. Ik vind het een risico als we te snel vervallen in allerlei berekeningen en ingewikkelde maatstaven waar we eigenlijk niet zoveel mee kunnen. De uitdaging is om eenvoudige maatstaven te hanteren, zoals: 'Hoe hoog is het pensioen voor een deelnemer?''

Van Vuren noemde als voorbeelden de verwachtingsmaatstaf en het maximaal aanvaardbaar risico als maatstaf. Dit zijn de wettelijke maatstaven aan de hand waarvan pensioenfondsen de risicohouding moeten vaststellen. Die laatste is volgens haar extra complex: 'Het maximaal aanvaardbare risico is namelijk een relatieve maatstaf. Dan kijk je ook naar de verhouding mediaan ten opzichte van het slecht weer-scenario. Het lastige is dat er altijd interessante beleidsopties zijn, ook uit ALM-berekeningen, die zowel in de mediaan als in slecht weer tot betere pensioenuitkomsten leiden, maar die net niet binnen het maximaal aanvaardbare risico vallen. Als het verwachte pensioen meer stijgt dan pensioen in slecht weer, neemt de procentuele afwijking toe. Met de uitkomsten van het risicobereidheidsonderzoek kunnen de wettelijke risicomaatstaven gekwantificeerd worden. Daarnaast kunnen wetenschappelijke >



VOORZITTER

Randy Caenen

Executive Board Member, CFRO,
Nedlloyd Pensioenfonds



Martijn Euverman

Partner, Sprenkels



Edwin Schokker

Uitvoerend Bestuurder,
SBZ Pensioen



Annemiek van Vuren

ALM Strateeg,
Philips Pensioenfonds

‘Goede communicatie moet echt onderdeel zijn van het beleggingsbeleid.’

inzichten en deelnemerskenmerken aanleiding geven om af te wijken en de grens voor de verwachtings- en/of risicomaatstaf lager en/of hoger vast te stellen. We zijn op dit moment bezig het proces uit te werken om tot het vaststellen van de risicohouding te komen.’

Kwantitatief versus kwalitatief

SBZ Pensioen liet voor zijn risicobereidheidsonderzoek de deelnemers een keuze maken uit elf herkenbare, realistische scenario's, zodat volgens Schokker iemand met een bepaald salaris, ook echt herkenbare pensioenuitkomsten zou zien. Daaruit kwam naar voren dat 90% van de deelnemers die het onderzoek hadden ingevuld (20% van de populatie), gedekt wordt door de drie lifecycles en hun vastgestelde pensioen. ‘Dus dat is heel kwantitatief vastgesteld.’

Schokker houdt echter wel degelijk rekening met persoonlijke voorkeuren. ‘Uit ons risicobereidheidsonderzoek blijkt dat onze mensen niet zo graag een verlaging van het nominale pensioen willen. Wij zijn dus groot voorstander van een risicodelingsreserve. Kortom, je moet niet alleen dat risicobereidheidsonderzoek

doen, maar ook luisteren naar de deelnemers, een ALM-studie uitvoeren, en kijken naar de wereld om je heen: dat zijn allemaal belangrijke elementen om die risicohouding vast te stellen.’

Het belang van dat kwalitatieve deel onderkende ook Euverman. ‘Wij zijn een ALM-huis en maken graag berekeningen, maar het gaat om de bestuurlijke discussie en die kan ook al zonder allerlei berekeningen worden gevoerd. Neem bijvoorbeeld de rente-afdekking voor jongeren. Ook al komt uit het model naar voren dat die een goed idee is, dan kun je daar als bestuur ook wat van vinden. Is het logisch om voor een 25-jarige een 50-jarige swap af te sluiten? Dat soort discussies heeft ons geholpen in het proces om met gezond verstand te kijken naar wat je als bestuur belangrijk en passend vindt. Dat helpt enorm om relatief snel tot een ‘logisch beleid’ te komen.’

Van Vuren herkende dat: ‘Gegeven een bepaalde premie, welke pensioenhoogte vind ik daarbij passen en hoeveel mag dat minder zijn als het tegenzit? Wil je koopkrachtbehoud na pensionering? Is dat een doel, een nice-to-have, of vind je dat niet nodig? Dat zijn relevante vragen die eerder gesteld en beantwoord moeten worden.’

Communicatie en keuzes

Schokker zag nog een uitdaging, vooral voor het kwalitatieve deel: ‘Natuurlijk gaan ook wij de discussie aan met het bestuur over rente-afdekking voor jongeren, want die kan modelmatig waarde toevoegen. Maar het potje wordt dan wel lager. En dan is de vraag hoe je daarover gaat communiceren. Goede communicatie moet echt onderdeel zijn van het beleggingsbeleid. Om een voorbeeld te geven: slechts 10% van onze deelnemers kiest voor een afwijking van de default. Maar dat komt misschien doordat we onvoldoende goed communiceren over de gevolgen van de verschillende pensioenkeuzes. Een ander voorbeeld: ongeveer 20% van onze deelnemers die 58 jaar of ouder zijn, en die nu dus moeten kiezen tussen een collectief variabel pensioen of een vastgesteld pensioen, kiest voor een vastgesteld pensioen. Dan kan je wel gaan zeggen dat dat niet zo handig is, maar het gaat hier om de voorkeuren van die mensen. Bij die groep was er heel goede communicatie over de voor- en nadelen, met inzichten over de financiële gevolgen, maar het bleek dat een vrij



grote groep risicomijdend is.

Verder heeft bij zijn fonds een groot deel van de mensen die in de default zit bewust gekozen voor de default. 'Dus misschien is default ook wel gewoon goed.' Van Vuren zag dat ook: 'Op het moment dat je het in een onderzoek uitvraagt, hebben mensen een mening. Maar als ze echt voor een risicoprofiel moeten kiezen, kiezen ze vaak weer voor de default.'

Dat leidde bij Euverman tot de vraag: 'Moeten we het optimale doen voor de deelnemer, of moeten we gewoon uitvoeren wat de deelnemer op basis van een paar vragen heeft ingevuld? Kan het verstandig zijn om de deelnemers niet te verplichten een keuze te maken? Kiezen deelnemers uiteindelijk toch wel voor de default, of gaan ze juist met te weinig kennis de verkeerde keuze maken?'

'Het grote voordeel van de solidaire premieregeling is dat je de deelnemers ervoor behoedt een verkeerde keuze te maken', erkende Schokker. 'Je moet de mensen behoeden voor verkeerde keuzes. Ook dat is bestuurlijke verantwoordelijkheid.'

Bestuurlijke verantwoordelijkheid

In hoeverre biedt het keurslijf van onderzoeken, maatstaven en beleidsbepalingen nog ruimte voor bestuurlijke vrijheid nu in de Wtp zo veel gewicht wordt gegeven aan het risicopreferentieonderzoek? 'De ervaring leert dat er toch wel een stuk bandbreedte omheen zit', weet Euverman. 'Je moet wel je bestuurlijke verantwoordelijkheid kunnen nemen. Het is te simpel

'Op het moment dat je het in een onderzoek uitvraagt, hebben mensen een mening. Maar als ze echt voor een risicoprofiel moeten kiezen, kiezen ze vaak weer voor de default.'

'Je moet niet alleen dat risicobereidheidsonderzoek doen, maar ook luisteren naar de deelnemers, een ALM-studie uitvoeren, en kijken naar de wereld om je heen.'

om eenvoudigweg op basis van een uitvraag te zeggen 'dit is het dus, en dit zijn onze maatstaven'. Uit het risicopreferentieonderzoek komt een gemiddelde lifecycle naar voren, ook op basis van de AFM-leidraden op dat gebied. Maar dan volgt wel de vraag: 'Welke bestuurlijke vrijheid neem je nog om daarvan af te kunnen wijken?' De beleidskeuze met betrekking tot het beleggingsbeleid is wat het meest relevant is. En die moet je zien te koppelen aan wat je eerder hebt gedaan. Maar je kunt het risicopreferentieonderzoek ook als toets van het beleid gebruiken.'

'Dit vraagstuk speelt bij beide contractvormen', stelde Van Vuren verder. 'Aan het einde van het jaar gaan wij een tweede risicopreferentieonderzoek uitvoeren, waarbij voortschrijdende inzichten en ervaringen vanuit het eerste onderzoek worden meegenomen. Het zal een uitdaging blijven, zeker bij de SPR, want wij hebben ontzettend veel spreiding en hoe ga je daar dan één passend beleid op formuleren?'

Datzelfde zag Schokker: 'Als je kijkt naar de uitkomst van ons risicopreferentieonderzoek, blijkt dat de spreiding over de verschillende beleggingsmogelijkheden bij ons pensioenfonds het allergrootst was van alle onderzoeken die ons onderzoeksbureau eerder had gedaan.'

Aldus dubbel geïnformeerd, moet een bestuur de discussie aangaan met de sociale partners over de contractkeuze. Maar wat als die anders uitvalt dan het oordeel van het bestuur? Dan resteert er wellicht nog slechts één keuze. 'Ik vraag me oprecht af', zei Schokker, 'als er bij een pensioenfonds een hele grote spreiding is in de risicohouding, en sociale partners willen – om welke reden dan ook – tóch een solidair contract, of je dan als bestuur je opdracht wel kan aanvaarden.' ■

IN HET KORT

Wie reeds een beschikbare premieregeling heeft en streeft naar een flexibele premieregeling, kan een risicobereidheidsonderzoek gebruiken als toets van het huidige beleggingsbeleid.

De uitkomsten van een risicobereidheidsonderzoek kunnen een basis vormen om de wettelijke risicomaatstaven kwantitatief te maken.

Los van de uitkomsten van een risicobereidheidsonderzoek moet er ruimte zijn voor bestuurlijke discussies over de wenselijkheid van bepaalde mogelijkheden en berekeningen.

Beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel met LDI 2.0

Het nieuwe pensioenstelsel opent de weg naar een andere kijk op beleggen. LDI 2.0 noemen Raymond de Kuiper en Sergey Pergamentsev die. Met LDI 2.0 en meer diversificatie in de portefeuille kan nóg beter invulling worden gegeven aan de ambities om zo goed mogelijk aan de verwachte – reële – verplichtingen te voldoen en de koopkracht te behouden.

Door Harry Geels

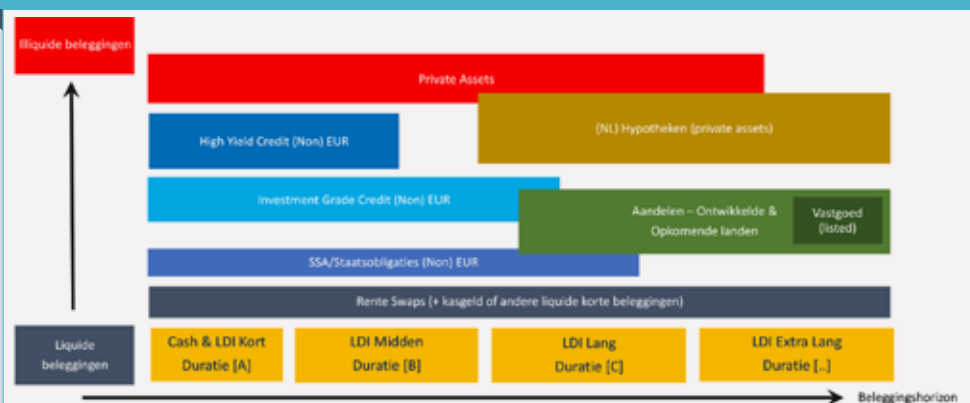
Er gaat veel veranderen wat betreft regelgeving. Maar gaat er ook wat veranderen op het gebied van beleggen?

Raymond de Kuiper: 'In de twee nieuwe regelingen op basis van beschikbare premie, de solidaire premieregeling en de flexibele premieregeling (voorheen Wvp+), zal de beleggingsportefeuille nog steeds gestuurd worden over een drietal assen: risico, rendement en duurzaamheid. Er ontstaan meer diversificatiemogelijkheden door verhoogde vrijheidsgraden. In het oude stelsel wordt door de meeste pensioenfondsen al sinds jaar en dag belegd op basis van een matching- en returnportfolio, met Liability Driven

Investments (LDI) en Cashflow Driven Investments (CDI). Dat is een keurslijf geworden. We stellen LDI 2.0 voor, waarbij de matching- en returnportfolio meer gecombineerd worden. Onder LDI 2.0 verstaan wij het zo goed mogelijk matchen van de verwachte – reële – verplichtingen door dynamisch multi-asset management binnen randvoorwaarden als risico, rendement, duurzaamheid en cashflow management. Als bouwstenen kan gebruik worden gemaakt van het complete beleggingsuniversum, inclusief private assets. We hebben gekeken hoe andere landen en financiële sectoren grote portefeuilles bouwen, omdat die ook voor Nederlandse pensioenfondsen 'lessons learned' kunnen bieden. De conclusie van de analyse van zowel het nieuwe stelsel als de ervaringen elders was dat er meer ruimte is voor andersoortige beleggingscategorieën, bijvoorbeeld private markets en een meer gediversifieerde creditportefeuille.'

Sergey Pergamentsev: 'Met LDI 2.0 gaan we terug naar de basis van beleggen. De nieuwe regelgeving biedt ruimte om meer dan alleen de nominale verplichtingen te managen. Het overrendement kan worden toegekend aan onder andere koopkrachtdkking en het opvangen van marktschokken. Er komt, zoals gezegd, ruimte voor integraal management van zowel de matching- als de returnportfolio. Er wordt gebruikgemaakt van een groot grijs gebied tussen beide portfolio's, een ruimte waarin beleggers meer reële sturing krijgen, door bijvoorbeeld gebruik te maken van de illiquiditeitspremies van bijvoorbeeld private markten en minder liquide creditmarkten et cetera. Nu gebeurt dat ook al op het gebied van

FIGUUR 1: HET INVESTMENT UNIVERSUM – DE MOGELIJKE BOUWSTENEN



Bron: BNP Paribas Asset Management, november 2022

hypotheken – een bouwsteen binnen private debt – waarin wij nu met Dynamic Credit samenwerken. Als we met klanten praten, voelt die vrijheid of ruimte nu nog wat onwennig aan. Dat is ook logisch, omdat ze decennia in een keurslijf van zeg LDI 1.0 hebben gezeten. Daarom hebben we ook een stappenplan opgezet om een LDI 2.0 portfolio, met voor de klant passende duurzaamheidskenmerken, te bouwen.’

Uit welke stappen bestaat het stappenplan om te komen tot een LDI 2.0 portfolio?

Pergamentsev: ‘Qua ‘stappenplan’ verschilt LDI 2.0 met name van LDI 1.0 in het cashflowmanagement van de gehele portfolio, inclusief private assets. Complexiteit binnen private assets ontstaat door capital calls en distributions. Een tweede verschil is de implementatie van de duurzaamheidskenmerken op basis van een raamwerk van bijna 300 KPIs waaruit gekozen kan worden.’

De Kuiper: ‘Bij de stap waarin wordt nagedacht over de ambities en de beleggingsinstrumenten staan we uitgebreid stil bij de mogelijke redenen om illiquide beleggingen in te zetten. Grofweg zijn er vier: ze genereren stabiele inkomensstromen, bieden een relatief lage volatiliteit in vergelijking met meer liquide beleggen, bieden meer diversificatiemogelijkheden, waardoor het totale risico van de portefeuille kan worden verlaagd, en ze geven een extra yieldopslag, de bekende illiquiditeitspremie. Zoals gezegd geeft het grijze gebied meer mogelijkheden. Ik gebruik graag de analogie van de triatleet of tienkamper. Er zijn meerdere disciplines, of bouwstenen in de portefeuille. Er moet een asset manager zijn in de vorm van een ketenregisseur, die door dynamisch multi-asset management alle disciplines of bouwstenen goed op elkaar aan laat sluiten, om zo een topprestatie neer te kunnen zetten. Uit Figuur 1 blijkt dat er binnen LDI 2.0 veel bouwstenen zijn die ingezet kunnen worden, afhankelijk van de gewenste liquiditeit en beleggingshorizon.’

Maar private markets zijn natuurlijk geen ‘free lunch’!

Pergamentsev: ‘Klopt, er zijn verschillende uitdagingen. Ten eerste zijn deze markten niet zomaar direct toegankelijk voor het te beleggen vermogen, de bekende J-curve van het rendement. Ten

tweede zijn deze markten divers, zoals ook blijkt uit Figuur 2, waar we de verschillende mogelijkheden op basis van verwacht rendement en risico hebben weergegeven door ze in drie blokken op te delen: senior debt, junior debt en private equity-linked. Binnen ieder blok zijn ook weer sub-categorieën waarbij de ene soort belegging meer ruimte voor duurzaamheid biedt dan de andere. Ten derde kunnen de risico-rendementsverhoudingen van alle mogelijkheden door de tijd bewegen, van gunstig naar minder gunstig gewaardeerd en vice versa. De spreads veranderen afhankelijk van regelgeving, de voorkeuren van grote beleggers en trends als disintermediatie en duurzaamheid. Momenteel biedt de middle market corporate debt bijvoorbeeld spreads van zo’n 5% tot 6%. Het is voor een belegger belangrijk een beheerder of multi-manager te selecteren die dit hele universum van private beleggingen kan overzien en daar ook op een goede manier invulling aan kan geven.’

Welke uitdagingen zien jullie nog meer bij het stapsgewijs opbouwen van zo’n LDI 2.0 portefeuille?

De Kuiper: ‘Om de analogie met de bouwblokken vast te houden: de basisblokken bestaan uit beleggingen in aandelen, obligaties en vastgoed, maar ieder blok is ook weer opgebouwd uit kleinere blokjes en de daarbij behorende duurzaamheidskenmerken. De uitdaging is om dat pakket op de wensen van de klant samen te stellen. Een andere uitdaging betreft de waarderingen, vooral als er meer private markets in het bouw pakket zitten. Die bieden niet alleen minder liquiditeit, wat kan resulteren in waarderingsissues, maar er zijn doorgaans ook geen dagelijkse marktwaarden beschikbaar. Ze worden immers niet mark-to-market maar mark-to-model gewaardeerd en dat geeft bij de overdracht van ouderen naar jongeren de nodige uitdagingen. Daarnaast dient rekening gehouden te worden met de uitlegbaarheid richting de deelnemers. Begrijpen ze waarin belegd wordt en wat de toegevoegde waarde ervan is, temeer daar de kosten van private beleggingen vaak hoger liggen? De laatste uitdaging betreft de wijze waarop de private managers worden geselecteerd en gemonitord, alsmede hoe het cashflow-management plaatsvindt. Denk bijvoorbeeld aan capital calls, ramp-up en distributions.’ >



Raymond de Kuiper

Client Solutions Manager
Netherlands, BNP Paribas Asset
Management



Sergey Pergamentsev

Head of Institutional, Structured
Management, BNP Paribas Asset
Management

Meer concreet, hoe bouwen jullie dan zo'n portefeuille, rekening houdend met die uitdagingen?

Pergamentsev: 'Door een 'slimme' combinatie van nominaal cashflow-management en het inbouwen van een continuüm van liquiditeit door hoog liquide credits en minder liquide private debt, de eerdergenoemde looptijd versus illiquiditeit. We hanteren het stappenplan voor klanten die reeds gebruikmaken van deze service. Een voorbeeld is een Brits DC-fonds dat £ 200 miljoen in private debt wilde beleggen, onder strikte cashflowmanagement-voorwaarden. De keuze viel uiteindelijk op dynamisch beleggen in het VK, de VS en Europa, in een gediversifieerde portefeuille van infrastructure, commercial estate en corporate debt. In vier maanden tijd wisten we 75% te beleggen, waarna de originatie zes maanden stilviel vanwege COVID-19. In Q4 2020 zijn we weer gestart, maar omdat we met het fonds hadden afgesproken dat we bij nieuwe beleggingen of sectorallocatie zouden overleggen, hebben we vanaf toen gekozen voor coronabestendige sectoren. Er staat nu een portefeuille met een stabiel rendement en lage volatiliteit, zonder dat er nog sprake is geweest van impairments.'

Welke andere key takeaways willen jullie nog delen?

De Kuiper: 'Hypotheek worden beschouwd als een gangbare beleggingscategorie en vormen onderdeel van private (debt) markets. Men kan daarom stellen dat ook private markets doorgaans geaccepteerd zijn. Het algemene kostenniveau ligt hoger dan in de listed markets, maar nog niet zo hoog als in de private equity-

markten. De kosten van private debt zijn niet veel hoger dan die van actief beheer in bijvoorbeeld liquide high yield. Kosten dienen altijd in relatie gezien te worden tot het verwachte rendement en de benodigde activiteiten voor het management van de beleggingscategorie. Daarnaast zien we een verhoogde stuurbaarheid binnen private markets naar specifieke duurzaamheidscriteria.'

Pergamentsev: 'Mee eens. We hebben grote waardering voor bestuurders van pensioenfondsen. Ze moeten eigenlijk overal verstand van hebben en ze zijn met grote vermogens verantwoordelijk voor vele duizenden en soms zelfs miljoenen deelnemers. Dat is echt geen gemakkelijke taak, zeker gezien de toegenomen claimrisico's en media-exposure in onze maatschappij. Nederlandse pensioenfondsen verdienen eigenlijk meer maatschappelijk krediet, zeker ook in het licht van wat er qua belegd vermogen is opgebouwd en hoe dat in de loop der decennia beheerd is geweest, bij steeds weer veranderende maatschappelijke eisen. Gelukkig ontwikkelen de beleggingsmarkten zich ook. Denk aan de uitgebreid besproken private markets, die wat ons betreft een goed antwoord bieden op de huidige uitdagingen, en meer specifiek die van het nieuwe pensioenstelsel. Een andere interessante mogelijkheid die de financiële markten al langer bieden, zijn derivaten als collars en swaptions die bestuurders bij de overgang van het oude naar het nieuwe stelsel, bij het invaren, behulpzaam kunnen zijn. Maar daar moeten we maar een andere keer over uitweiden.' ■

IN HET KORT

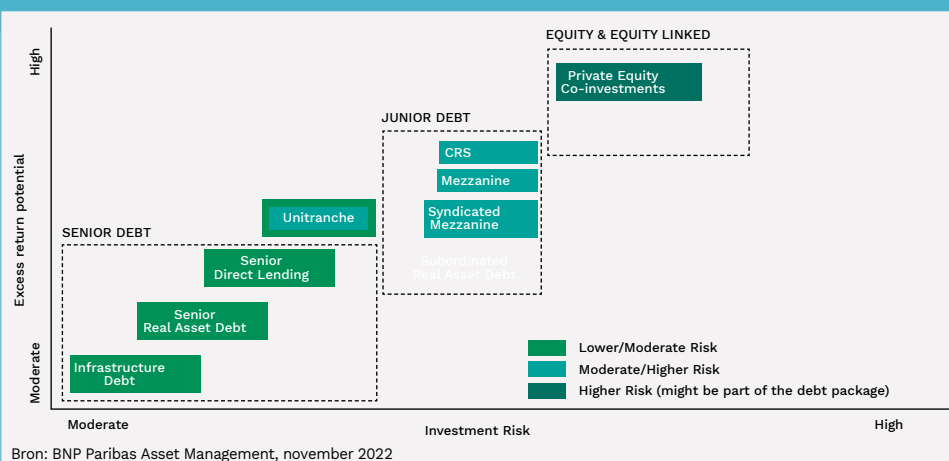
De nieuwe pensioenregeling biedt ruimte om meer dan alleen de nominale verplichtingen te managen. Er ontstaat ruimte voor integraal management van zowel de matching- als de returnportfolio.

Binnen LDI 2.0 worden de matching- en returnportfolio meer samengevoegd, met als ambitie de – reële – verplichtingen te matchen en koopkracht te behouden.

Dit is mogelijk door Dynamisch Multi Asset Management. Hierin wordt mogelijk het complete beleggingsuniversum gecombineerd binnen vooraf gestelde randvoorwaarden, als risico/rendement en duurzaamheid.

Door toevoeging van Private Assets is cashflowmanagement een factor die van groot belang is in het geheel.

FIGUUR 2: RISICO-RENDEMENTSVERHOUDINGEN BINNEN PRIVATE ASSETS





BEFORE



**DIG
IN**



AFTER

LET'S COOL DOWN THE PLANET TOGETHER

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

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

JUSTDIGGIT.ORG

COOLING DOWN THE PLANET



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

Keuzestress op weg naar het nieuwe pensioenstelsel

Eind 2022 heeft de Tweede Kamer ingestemd met de Wet toekomst pensioenen, inclusief de aangenomen amendementen en moties. Hierdoor neemt het aantal beleidskeuzes toe en wordt het belang van de juiste keuzebegeleiding versterkt om keuzestress aan de onderhandelings-tafel te voorkomen.

Door Sander Smeets en Bart Sonnenschein

Met de komst van het nieuwe pensioenstelsel moeten sociale partners in samenwerking met het pensioenfonds veel keuzes maken. Denk hierbij aan de keuze van het nieuwe pensioencontract, opties over eventuele compensatiemaatregelen, de hoogte van het beleggingsrisico en niet te vergeten de keuze over invaren. Wat te doen met de opgebouwde aanspraken en rechten onder het huidige stelsel? Blijven die achter of worden die omgerekend en



ingevoerd naar een persoonlijk kapitaal voor de deelnemer? De keuze is reuze en het aantal te maken combinaties leidt al snel tot keuzestress aan de onderhandelings-tafel.

Naast het veelvoud aan keuzes zijn de te nemen beslissingen vaak complex en de fundamenteen hiervoor theoretisch van aard. De relatieve risicoaversie, de standaard en value based ALM (VBA)-invaarmethode, netto en bruto profijt, de analyses van de Commissie Parameters en de tienduizend economische scenario's van De Nederlandsche Bank (DNB) zijn slechts een tipje van de sluier. Kortom, fondsbestuurders staan voor de grote opgave om hun fonds door de omvangrijkste wettelijke wijziging van ons pensioenstelsel te loodsen.

Een goed kompas

Wat nu? Ervan uitgaan dat het nieuwe pensioenstelsel alsnog niet door de Eerste Kamer komt, of toch al starten met de voorbereidingen? Wij geloven in het laatste. Ondanks dat er veel keuzes zijn en de vraagstukken complex, helpt een goed kompas op weg naar het nieuwe stelsel. Op basis van onze ervaringen schetsen wij hieronder een stappenplan waarbij de regeling steeds fijnmaziger wordt vormgegeven.

Stap 1: voorkeuren inventariseren

Als start is het belangrijk om een aantal kernwaarden te definiëren die een centrale rol vervullen in het besluitvormingsproces. Denk hierbij aan zaken als uitvoerbaarheid, kosten, solidariteit of de mate van

‘Een duidelijk stappenplan in combinatie met een goed werkend ALM-model met vergaande deelnemersinformatie leidt tot een succesvolle transitie.’

beleggingsvrijheid. Wat vindt u als pensioenfonds belangrijk en evenwichtig?

Om antwoord te geven op deze vraag, is de eerste stap om te starten bij de stakeholders die als eerste aan zet zijn. Dat zijn de sociale partners, de werkgever of beroepsgenoten, en de diverse pensioenfondsgangen, zoals het bestuur en verantwoordings- of belanghebbendenorgaan.

Begin niet te gedetailleerd, maar op hoofdlijnen. Zorg dat in deze eerste fase een goed beeld ontstaat van de wensen van de sociale partners, werkgever of beroepsgenoten, en de na te streven kernwaarden. Denk na over de belangrijkste zaken, zoals de keuze van het contract, invaren en de invulling van de pensioendriehoek (bijvoorbeeld invulling op hoofdlijnen van het premie-, beleggings- en ambitiebeleid). Zorg voor een goede discussie met sociale partners en fondsgangen. Het onderbuikgevoel geeft een voorkeur voor een bepaald type contract, maar komt die voorkeur overeen met de echte behoefte? Vaak kan een simpele vragenlijst of discussie over de kenmerken van het nieuwe stelsel uitkomst bieden.

Stap 2: analyse en varianten bepalen

Na deze stap zijn de eerste contouren van de nieuwe regeling duidelijk. De neuzen van de sociale partners, werkgever of beroepsgenoten en diverse fondsgangen staan dezelfde kant op.

Hierdoor vallen veel van de eerder genoemde keuzes af. Dat scheelt tijd en geld later in het proces. Natuurlijk draait het uiteindelijk allemaal om de hoogte van de pensioenuitkering van de deelnemer. Reken in deze

tweede stap met behulp van een ALM-model de eerder gemaakte keuzes op hoofdlijnen door. Hoe ziet de pensioenuitkering van de deelnemer eruit onder bepaalde scenario's? Zo krijgen de stakeholders meer inzicht in het conceptbeleid.

Hierbij is onze mening: houd het eenvoudig, focus op de basis en bouw het ALM-model steeds verder op. Wat is het effect van extra beleggingsrisico? Wat is het effect van extra premie? Zoals eerder gezegd is het belangrijk om hierbij vast te houden aan de gedefinieerde kernwaarden en uitgangspunten om een eerlijke vergelijking te kunnen maken tussen de verschillende scenario's. Wat vinden wij belangrijk en hoe vertaalt zich dat in een voorlopige keuze tussen de voorliggende varianten?

Stap 3: voorkeuren deelnemers

Alles begint en eindigt altijd bij de deelnemer die pensioen opbouwt bij het pensioenfonds. Het nieuwe pensioenstelsel zorgt voor een verschuiving van de risico's naar de deelnemer en vraagt in het verlengde hiervan om meer interactie met de deelnemers. Niet voor niets luidt het credo van het naderende pensioenakkoord 'een transparanter en persoonlijker pensioenstelsel'. De dialoog met de deelnemer wordt intensiever, de regels veranderen en deelnemers krijgen meer keuzes en verantwoordelijkheid.

Om het beleid verder te concretiseren, wordt in deze derde stap de deelnemer bevraagd middels een risicopreferentieonderzoek (RPO). Welke risico's willen deelnemers lopen? Dit biedt veel inzicht in het definitief

te vormen beleggingsbeleid. Ook stelt dit het pensioenfonds in staat om de risicohouding van de deelnemer vast te leggen, aangezien deze per individu en/of leeftijdsgroep sterk kan verschillen. Het fonds is verplicht om deze risicohouding continu te toetsen. Als je in zo'n RPO de deelnemersdata van de pensioenuitvoeringsorganisatie combineert met een goed werkend ALM-model van de actuaaris, dan zijn de keuzes van een deelnemer direct te herleiden tot een voorkeur voor een bepaald beleggingsbeleid.

Stap 4: keuzes vastleggen en monitoren

Het beleid, waartoe ook de invulling van het beleggingsbeleid en de risicohouding van de deelnemer behoort, is nu gevalideerd en bijna gereed. Als vierde stap is het zaak om de laatste details en inzichten in te vullen en de laatste doorrekeningen te doen. Voldoet het beleid aan de eerder gedefinieerde kernwaarden en de verkregen risicohouding? Dan kan het beleid definitief worden vastgesteld. Als laatste stap is het belangrijk dat – zodra het beleid geïmplementeerd is – je dit continu blijft toetsen, middels het verplichte RPO. Hierdoor kun je monitoren of het beleid in lijn is met de (veranderende) belangen van de deelnemers. Borduur hierbij voort op het ingerichte ALM-model van de actuaaris en de deelnemersdata van de pensioenuitvoeringsorganisatie.

Met het nieuwe pensioenstelsel is de keuze groot, maar met een degelijk stappenplan als kompas kom je goed beslagen ten ijs aan de onderhandelingstafel en is keuzestress verleden tijd. ■



Sander Smeets

Senior Actuaaris, AZL



Bart Sonnenschein

Financial Risk Manager, AZL

IN HET KORT

Voor het nieuwe pensioenstelsel moeten sociale partners en pensioenfondsen veel keuzes maken.

Een goed kompas helpt op weg naar het nieuwe stelsel.

Inventariseer als eerste de voorkeuren van de sociale partners. Bepaal en analyseer vervolgens de varianten. Inventariseer daarna de voorkeuren van de deelnemers.

De basis voor al deze stappen is een goed werkend ALM-model in combinatie met vergaande deelnemersinformatie.

Leg tot slot de keuzes vast en blijf dit monitoren.

De energietransitie vraagt meetbare impact, engagement en privaat kapitaal

Door Bouko de Groot Fotografie Cor Salverius Fotografie



Beleggen om de energietransitie te bevorderen is moeilijk los te zien van andere duurzame beleggingsdoelstellingen. Belangrijke positieve impact is mogelijk, maar de meetbaarheid en de transparantie moeten beter.

Tijdens het seminar ‘Biodiversity & Energy Transition’, georganiseerd door Financial Investigator in het kantoor van Deloitte in de Maastoren in Rotterdam, gingen drie experts onder leiding van Jacqueline Duiker van VBDO het gesprek aan over wat de energietransitie betekent voor beleggers. Rik Klerkx van Cardano, Rishma Moennasing van Rabobank, en Ward Poirters van Goldman Sachs Asset Management schenen hun licht over de meest actuele vraagstukken.

Hoe ga je om met het thema energietransitie binnen je portefeuille?

Rishma Moennasing: ‘Voor beleggers is de energietransitie en de weg naar net zero erg belangrijk. Bedrijven die minder doen aan CO₂-reductie en zich niet naar net zero bewegen, kunnen te maken krijgen met verschillende risico’s, zoals verouderde bedrijfsmodellen en reputatieschade, en lopen bovendien het risico stranded assets te worden. Al deze risico’s kunnen een negatieve impact op het toekomstige rendement hebben. Daarom beleggen wij proactief in bedrijven die het Science Based Target initiative (SBTi) onderschrijven. Die bedrijven zie je in alle sectoren. Daardoor kunnen we wereldwijd blijven beleggen en carbonreductie in ogenschouw blijven nemen. De

‘We kunnen allemaal investeren in positieve impact, zónder dat de andere helft van de markt negatieve impact hoeft te hebben.’

energietransitie biedt ook kansen. Bedrijven die nu verduurzamen, kunnen de toekomstige ESG-leiders worden. Hiervoor zetten we onder andere actief aandeelhouderschap in: we gaan met bedrijven in gesprek om te kijken wat zij kunnen doen om hun CO₂-uitstoot te verminderen en te bewegen naar duurzame bedrijfsmodellen. En verder streven wij ernaar dat de CO₂-intensiteit van onze portefeuilles 30% lager ligt dan die van de wereldwijde benchmark.’

Rik Klerkx: ‘Het doel is uiteindelijk dat je impact wilt hebben. Ik kijk daarbij voornamelijk naar private markets en ons team op dat gebied richt zich specifiek op bedrijven die impact bieden en private financiering nodig hebben. Ik denk dat het heel moeilijk is om pure impact te hebben in public markets, omdat veel grote bedrijven heel breed zijn. De vraag is daar hoe je impact nauwkeurig kunt meten en hoe je ervoor zorgt dat bedrijven niet ergens anders iets negatiefs doen. In private markets kun je je echt richten op een specifiek thema en je veel effectiever met een bedrijf bezighouden. Je kunt concrete afspraken maken over de te leveren prestaties, rapportages en transparantie.’

Kijkt u naar de feitelijke beleidsrichtlijnen die landen hebben? Geeft u de voorkeur aan landen met hogere ambities?

Ward Poirters: ‘Landen hebben verschillende beleidsmaatregelen om tot CO₂-reductie te komen. Dat is iets om rekening mee te houden. Wij verwachten van de asset managers die we selecteren dat ze met landen in gesprek gaan, bijvoorbeeld over de uitgifte van green- en social bonds, en dat ze de CO₂-plannen die landen hebben kritisch tegen het licht houden. Zijn de plannen haalbaar? Doen ze voldoende om die plannen waar te maken? Bij de selectie en monitoring van onze strategieën leggen wij daar veel nadruk op. Wij geven de voorkeur aan actieve managers die engagen met landen. En we zien ook dat dat werkt. Vorig jaar hebben we onderzoek gedaan naar emerging market debt. We zagen toen dat als asset managers in gesprek gaan met landen, het echt werkt. Landen die bijvoorbeeld eerder geen green bonds uitgaven, zijn dat na engagement wél gaan doen. Dat sterkt ons ook in het idee dat een dialoog met landen echt kan werken.’ >



VOORZITTER

Jacqueline Duiker

Senior Manager, VBDO, en Oprichter, Future Value Matters



Rik Klerkx

CIO LDI & Private Markets, Cardano



Rishma Moennasing

Lead Funds & Sustainability, Rabobank



Ward Poirters

Executive Director - ESG & ODD Specialist AIMS, Goldman Sachs Asset Management

‘Als je je richt op het thema energietransitie met betrekking tot je aandelenportefeuille, kun je sommige CO₂-reductie tools ook inzetten voor je credits.’

Klerkx: ‘Maar overheden kunnen het niet alleen. Het is echt noodzakelijk om privaat kapitaal te mobiliseren om de energietransitie te financieren. We kunnen daarbij niet filantropisch zijn, want dan verdring je andere beleggers. Het is belangrijk om een voor risico gecorrigeerd marktconform rendement te bieden, naast zoveel mogelijk impact. Want anders dan 20 jaar geleden, toen iedereen gericht was op financiële resultaten en positieve alpha, is het nu geen zero-sum game. We kunnen allemaal investeren in positieve impact, zónder dat de andere helft van de markt negatieve impact hoeft te hebben.’

De energietransitie gaat over oplossingen die ons in staat stellen dingen anders te doen, zoals technologische oplossingen en alternatief consumentengedrag. Hoe speelt dat een rol in het selectieproces bij investeringen in de energietransitie?

Moennasing: ‘Naast de focus op SBTi beleggen we ook in duurzame thema’s die bijdragen aan de energietransitie. Een

daarvan is duurzame energie, en dan in de hele waardeketen. Dus we kijken niet alleen naar de producenten van groene energie, maar ook naar de producenten van energieopslagmogelijkheden, distributienetwerken, elektrische voertuigen en halfgeleiders, die heel belangrijk zijn voor elektrische voertuigen. Een ander thema is de circulaire economie. We investeren ook in bedrijven die helpen bij het hergebruik en het creëren van nieuwe duurzame oplossingen om op een duurzame manier te produceren en CO₂-uitstoot te verminderen.’

Beleggers hanteren vaak een strategie voor bijvoorbeeld de energietransitie voor elke asset class. Moeten we het niet andersom doen? Is het niet effectiever om de energietransitie als uitgangspunt te nemen en vervolgens een multi-asset portefeuille samen te stellen die specifiek gericht is op (in dit geval) de energietransitie?

Klerkx: ‘Dat zou op zich wel logisch zijn. Maar de Sustainable Development Goals hangen erg met elkaar samen: de energietransitie kan een positief effect op de biodiversiteit hebben, maar ook andere neveneffecten. Een pensioenfonds kan een bewuste keuze hebben gemaakt om een deel van het vermogen toe te wijzen aan impact. En misschien is de energietransitie daarbij het belangrijkste. Maar een pensioenfonds moet zich ook bewust zijn van de neveneffecten van die beslissing. Het is moeilijk om energietransitie los van de rest te bekijken.’

Moennasing: ‘Er is ook sprake van synergie. Als je je richt op het thema energietransitie met betrekking tot je aandelenportefeuille, kun je sommige CO₂-reductietools ook inzetten voor je credits, omdat het dezelfde bedrijven zijn. Onze focus lag eerder vooral op equities, maar nu kijken we ook naar credits. EMD en green bonds bijvoorbeeld zijn geweldige instrumenten om op een duurzame manier te beleggen in je creditportefeuille en je fixed income-portefeuilles.’

Hoever zijn uw strategieën al en hoe helpt u pensioenfondsen om de resultaten te laten zien van wat u doet?

Poirters: ‘Wij maken rapporten op kwartaal- en jaarbasis, waarin bijvoorbeeld de CO₂-uitstoot op het niveau van de



totale portefeuille wordt vergeleken met die van de benchmark. Je loopt echter tegen problemen aan met ESG-data en het gebrek daaraan. Bij die berekeningen controleren we wat asset managers beweren te doen en wat ze daadwerkelijk doen. Als wij bijvoorbeeld een strategie hebben geselecteerd die een betere CO₂-doelstelling zegt te hebben dan de benchmark en uit onze berekeningen blijkt dat dat niet het geval is, dan gaan wij met de manager in gesprek om uit te zoeken wat er aan de hand is.’

Moennasing: ‘Data zijn een probleem, maar ze worden steeds beter. Dankzij regelgeving zoals SFDR zijn we verplicht data over duurzaamheid aan onze klanten te rapporteren. De nieuwe regelgeving zal ons ook helpen om bekend te maken wat we bereiken met onze duurzame investeringen en CSRD helpt om bedrijven te motiveren meer duurzaamheidsdata te publiceren.’

Klerkx: ‘Als je een asset manager inhuurt om aan impact te doen, spreek je een bepaald financieel rendement en bepaalde risicoparameters af, maar je spreekt ook een bepaald niveau van impact af dat je wilt bereiken. De financiële kant is objectief en verifieerbaar. Je moet echter ook objectieve en verifieerbare maatstaven hebben voor de impact. Velen vragen: ‘Moeten we wachten totdat de data in orde is?’ en iedereen lijkt te zeggen: ‘Nee, we moeten nu investeren. Die data in orde krijgen, dat komt later wel.’ Ik ben het daar niet mee eens: voordat je een overeenkomst sluit, moet je met elkaar afspreken wat de datapunten zijn waarop je de performance gaat beoordelen. Het is misschien niet perfect in het begin, maar je moet een zekere focus hebben.’

‘Landen die eerder geen green bonds uitgaven, zijn dat na engagement wél gaan doen. Dat sterkt ons ook in het idee dat een dialoog met landen echt kan werken.’



Moeten we flexibeler zijn en bereid zijn te betalen voor echte impact, voor echte transitiefinanciering?

Klerkx: ‘Het speelveld is ons ingewikkelder gemaakt. Niet alleen met regelgeving en kosten, maar we moeten ons richten op 17 Sustainable Development Goals, inclusief de minder voor de hand liggende. Dit vraagt allemaal om meer governance en meer data. Ik ben er echter nog steeds van overtuigd dat het subsidiëren van bepaalde investeringen niet de oplossing is: we moeten ons nog steeds richten op marktconforme, voor risico gecorrigeerde rendementen.’

Poirters: ‘De integratie van ESG is een zeer belangrijke kwestie voor klanten, maar er zijn er meer. Het is een evenwichtsoefening, waarbij ESG een belangrijke rol speelt die steeds groter wordt. De klanten die wij bedienen, willen graag meer doen, maar er is zovél te doen.’

Moennasing: ‘Als belegger ga je op zoek naar producten die doen wat ze beloven. Als het doel impact is en er wordt impact gecreëerd, wil ik eerst de impactdoelstellingen zien en pas daarna de financiële. Voor een Artikel 8-product is het andersom, dan is het meer gericht op financieel rendement op een duurzame manier. Als je kijkt naar het aanbod van producten die impact vooropstellen, dan is het nu nog een uitdaging om impactproducten te vinden die gericht zijn op het creëren van meetbare impact en die transparant zijn in hun doelstellingen op middellange en lange termijn en of ze daarin slagen. Duidelijkheid hierover is nodig om de risico’s op greenwashing te verminderen.’ ■

IN HET KORT

Privaat kapitaal is essentieel om de energietransitie te financieren. Het geeft meer focus en maakt concrete afspraken mogelijk over de te leveren prestaties, rapportages en transparantie.

Er is duidelijkheid nodig over meetbare impact en transparantie van doelstellingen om de risico’s op greenwashing te verminderen.

Het is moeilijk om de energietransitie los van de rest te bekijken.

Decarbonisation and driving value in private markets

Following COP27, momentum has risen dramatically in the energy transition sector, with many investors looking for net-zero portfolios and solutions that will help finance the transition to a net-zero economy. Financial Investigator asked Pierre Abadie, Group Climate Director at Tikehau Capital, about the recent trends and drivers for growth in the energy transition market and the ways in which private markets can aim to take advantage.

By Esther Waal

What is decarbonisation and what makes it so topical in the current environment?

'Decarbonisation, which is the reduction of greenhouse gas GHG emissions in the atmosphere, including CO₂, is essential to limit global warming. In practice, this will require a major systemic shift from fossil fuel usage to alternative, low-carbon energy sources.

According to scientific consensus reported by the Intergovernmental Panel for

Climate Change (IPCC), climate change presents a threat to human well-being and the planet¹. The 2015 Paris Agreement aimed to respond to this by implementing targets for the global reduction of greenhouse gases. Specifically, to limit the increase in global temperature to no more than 2°C above pre-industrial levels and attempt to maintain it below 1.5°C.

Following the Paris Agreement, governments and businesses have made further commitments to reduce CO₂ emissions, and many large corporations have publicly declared their intention to become carbon neutral by 2050. In our view, decarbonisation has therefore become a global imperative for society at large; recognised and accepted as a vital process for limiting global warming.

However, while incremental progress is being made in the race to net-zero at global, national, sector and local levels, recent estimates suggest we are all falling short of Paris Agreement targets. And – despite a massive influx of capital into the decarbonisation investment sector – a significant financing gap still exists at a global level. In North America, for example, it is estimated that building a net-zero America will require at least \$ 2.5 trillion in additional capital investment into energy supply, industry buildings and vehicles over the next decade².

The climate investment universe appears saturated. Where is value in the sector?

'Following COP27, momentum has risen dramatically in the energy transition sector. The pace of development and marketing of climate-focussed financial products has sharply accelerated, and many institutional investors are now aiming for net-zero portfolios by 2030³.

Given that valuations of companies operating in the decarbonisation space have escalated to an all-time high⁴, it would be reasonable to assume that it is impossible for investors to find real value. However, according to the International Energy Agency (IEA), every year more than \$ 4 trillion will need to be invested globally between now and 2030 to finance the transition to a net-zero economy, which is significantly higher than the circa \$ 1.5 trillion that was invested per year between 2016 and 2020, as illustrated in Figure 1. This shows that a sizeable

FIGURE 1: FINANCING THE TRANSITION TO NET-ZERO



Source: International Energy Agency, 2021

financing gap still exists and demonstrates that pockets of opportunity remain, particularly in private markets.’

How is the current geopolitical situation affecting the energy transition market?

‘The war in Ukraine continues to seriously threaten European energy security. In our view, there has never been a more urgent need to sever international reliance on Russian fossil fuels.’

We believe a simple and effective model exists to achieve energy security both quickly and efficiently, for any country that wishes to do so. The first step is to focus on reducing energy consumption in buildings and factories, which are heavily reliant on fossil fuels. By renovating these buildings, it is possible to generate energy efficiencies by switching to electricity for heating, cooling and production systems. This is also facilitated through the adoption of more sustainable materials that are better at preserving heat and recycling energy.

The second part of the model to reach energy security is to increase the use of both wind and solar sources. There are still some administrative stumbling blocks inhibiting progress in Europe, such as laws related to land accessibility for solar panel implementation. But if these rules are relaxed, we believe the shift to solar energy could be accelerated.

Crucially, the urgency in Europe to accelerate the energy transition and gain independence from Russia’s fossil fuels is likely to increase momentum in the US energy transition. We believe higher oil and gas prices produced by the war in Ukraine are also affecting the American consumer’s purchasing power and making the transition to renewables even more necessary in the short term.’

How does private equity lend itself to the decarbonisation transition?

‘According to the IEA, most CO₂ emissions can be avoided with the use of existing technologies⁵. That is why private equity, specifically growth equity capital investment in viable, established businesses, naturally lends itself to the decarbonisation opportunity.’

Such growth equity strategies typically

invest from € 20 to € 100 million in profitable businesses with a well-established track record looking to accelerate sustainable growth. Other strategies, such as venture capital, tend to focus on new technologies to create products and services that will support the transition to a cleaner economy, but aren’t completely proven yet, and therefore carry a much higher degree of development and market acceptance risks in the short term.’

How does your organisation approach this opportunity?

‘As part of our commitment to reach € 5 billion assets under management in climate-focused strategies by 2025, we have expanded the scope of our successful growth equity energy transition strategy, T2 Energy Transition, to have exposure to deals in North America. This global strategy builds on our success in Europe by investing equity capital into private companies whose product- or service offerings are expected to facilitate and benefit from the global transition towards an affordable, reliable, and cleaner energy mix.’

The existing T2 strategy⁶ provides equity capital for 11 portfolio companies operating across the full breadth of the energy transition universe, predominantly in Europe. Its portfolio companies have developed energy efficiency solutions, increased renewable energy supply, and expanded low-carbon mobility. This is evidenced through less energy consumption, greener energy, and cleaner transport.

More broadly, we have launched a wide range of funds in this sector operating across infrastructure, regenerative agriculture, real assets and direct lending. From different angles, they each provide capital to companies contributing to the reduction of global carbon emissions.’ ■



Pierre Abadie

Group Climate Director,
Tikehau Capital

SUMMARY

A significant financing gap still stands in the way of reaching the Paris Agreement targets.

This financing gap provides pockets of opportunity, particularly in private markets.

The urgency in Europe to accelerate the energy transition and gain independence from Russia’s fossil fuels is likely to increase momentum in the US.

Private equity and venture capital can help finance businesses working to accelerate the energy transition.

1 Source: IPCC Working Group II Sixth Assessment Report, 28th February 2022

2 Source: ‘Net-Zero America: Potential Pathways, Infrastructure, and Impacts’, Princeton University, December 2020

3 Source: Preqin, Global Private Equity Report 2022

4 Source: Preqin, Global Private Equity Report 2022

5 Source: International Energy Agency, ‘Net-Zero by 2050’, 2021

6 Please note that the first vintage of T2 Energy Transition is no longer open for subscription. The successor strategy is currently in pre-marketing.

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

Beyond climate change: integrating natural capital into equity portfolios

In addition to climate change, the effects of biodiversity loss are increasingly being felt on our planet and in the investment world. There are several ways in which investors can incorporate them into their investment policy.

By *Michiel Pekelharing*

The investment world has made huge leaps in incorporating climate change into analysis and portfolio construction. A key reason is that the effects of global warming are manifesting themselves very clearly. The last eight years are the warmest on record. The 10-year global mean temperature is estimated by the Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) to be 1.1°C higher than pre-industrial levels. This rise in temperature is affecting the investment world in different ways. With new

regulations and the emergence of new carbon trading schemes, there is an increasingly clear price tag on greenhouse gas emissions. S&P Global Trucost cite that major global companies face up to \$ 283 billion in costs through programs for carbon emissions. To put this into perspective: under a high carbon price scenario, 13% of the earnings is at risk by 2025. And in addition to higher carbon costs, companies also face greater risks due to an increase in propensity and intensity of extreme weather events.

Such a sharp focus on climate change can be a double-edged sword. On the one hand, there is widespread cooperation to tackle the problem, which is a positive development. On the other hand, however, this focus can create a tunnel vision, which can obscure the need to solve other environmental dangers.

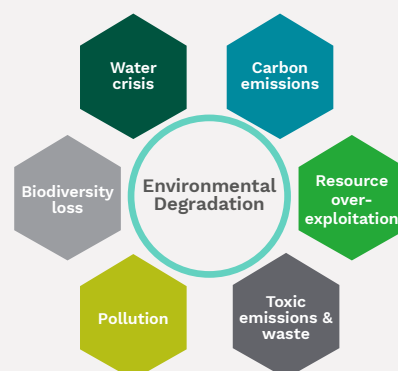
It is vital that investors also pay attention to other environmental degradation risks. Valeria Dinershteyn, CFA, Director of Sustainable Investing Client Engagement, EMEA at Northern Trust Asset Management, explains what risks there are and how they can find a place in an investment policy.

Whilst investors seem to agree on key definition and metrics around climate, there appears to be a lack of consensus on what information should be collected on nature-related risks. What is currently available to investors in order to assess natural capital risks in their portfolios?

‘Regarding data, tools and frameworks, it is still early days. One initiative that is

‘We believe it is essential to take a multifaceted environmental approach that considers the interconnectivity between natural capital, biodiversity loss and climate change.’

FIGURE 1: INTERCONNECTED IMPACTS



Source: Northern Trust Asset Management

‘It will be quite a complex task to make the costs of biodiversity loss transparent.’

drawing more and more attention is the Taskforce on Nature-Related Financial Disclosures (TNFD). Its mission is to provide a framework for how organizations can address environmental risks and opportunities, with the ultimate goal of channelling capital flows into positive action. In a way, TNFD is the equivalent for biodiversity to what the Taskforce on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) is for climate change. In this area a lot of progress has been made, but there is still a long way to go.

Consider, for example, how much effort it takes to measure Scope 3 emissions properly. Despite the fact that Scope 3 emissions account for as much as 80% of a company’s total carbon footprint in certain sectors, very few companies are already reporting on this metric. The insights we have gained regarding carbon and climate can provide a basis in terms of creating a framework for investors to assess natural capital risks. TCFD should serve as a blueprint for developing models and over 3,000 nature-related metrics are already available.

Going forward, an important step is to work towards a clear standard and for companies to better share information on natural capital. Developing this standard for biodiversity will be quite a task. Ecosystems are very much location-specific, while the emissions of a ton of carbon anywhere in the world is equally harmful.

On top of that, the loss of biodiversity as opposed to global warming has a multitude of causes, including over-fertilisation, deforestation, pollution, over-fishing, and the rise of invasive species. It will be quite a complex task to make the costs of biodiversity loss transparent, as is already done with carbon through emissions trading.’



CV

Valeria Dinershteyn

Valeria Dinershteyn is Director of Sustainable Investing Client Engagement for EMEA at Northern Trust Asset Management. She is responsible for education and innovation in the firm’s sustainable investing capabilities. Prior to joining Northern Trust Asset Management in 2019, she worked at Kempen Capital Management as a responsible investment specialist. Dinershteyn has broad international experience having studied in Russia, the US and the Netherlands. She holds a bachelor’s degree in linguistics and social studies from St. Petersburg State Polytechnical University (Russia), a master’s degree in financial management from Nyenrode Business University (the Netherlands) and is a CFA charterholder.

Biodiversity is ultimately a very broad term and can be challenging for investors to holistically address. What should they focus on in order to maximise the positive outcome?

‘Biodiversity is indeed a very broad term, but you can see that certain elements are drawing attention of scientists, governments and investors. In particular, deforestation and water scarcity stand out. The EU Taxonomy pays a lot of attention to these two important components of our ecosystems. This is quite understandable if you look at the future of our planet. By 2050, the earth will have approximately 10 billion inhabitants. Water consumption is expected to be as much as 50% higher than today. This is not only due to an increase from the agricultural sector, but also for the manufacturing of steel, cement and other materials.

The importance of water as a natural resource is a key reason for the emergence of a deeper understanding of how companies use water. Indicators for this include fresh water withdrawal and the amount of water recycled. This allows us as investors to map the water intensity of companies.

The next steps are to compare this with the industry average and see whether a company is getting better or worse in this respect. And based on these insights, we >

can start the conversation with companies on an increasingly granular level.'

Can you explain how your company assesses nature-related risks for companies? Do you focus on specific sectors?

'To begin with, it is important to look not only at the risks from this perspective, but of course also at the opportunities. There will be increasing revenue opportunities for companies in areas such as renewables and water resources.

To determine how biodiversity can impact an investment, we start by collecting as much relevant data as possible and making a risk analysis. For this, we look at both the conduct and the policies of a company by combining natural capital and climate change considerations.

From an industry-perspective, we put a special focus on the agriculture and mining sectors, for instance, in regard to biodiversity loss. This also applies to soft commodities, such as pulp, leather and palm oil, the production of which can put local ecosystems under great pressure.'

What do you think is the best way for investors to integrate natural capital risks in their portfolio? Should they prioritize exclusions and positive tilts?

'We believe it is essential to take a multifaceted environmental approach that considers the interconnectivity between natural capital, biodiversity loss and climate change. This is why our World Natural Capital PAB strategy relies on a combination of responsible investment screens, alignment to the Paris Agreement goal, and nature-aware tilts and screens, as well as engagement and stewardship.

When it comes to integrating natural capital, we do not exclude entire sectors. Moreover, for many activities that are harmful to ecosystems or contributing to depletion of natural resources, there are no good alternatives yet. One might think of making cement or steel. Unfortunately, it is not yet possible to use solar panels to heat iron ore to 1,700°C and melt it.

Companies that score lowest on climate and biodiversity in terms of activities, policy and conduct are not eligible for the portfolio. Instead, companies that score well will be over-weighted. This could be

'The scale of the ecological challenges means we do not have the luxury of not taking action until we have a complete overview of all relevant metrics and a robust framework.'

a cement maker that stands out with very strong policies and exemplary conduct, or a cleantech company that actively contributes to solving the challenges we face.'

How important is stewardship when it comes to natural capital? What should investors prioritize?

'The focus point should be the creation of a proper framework to measure impacts on biodiversity and ecosystems. In the ideal scenario, we will have a fixed metric for that. Just like carbon footprint or carbon intensity for climate change. The danger is that poor data can eventually lead to bad investment choices. So we should not rush.

But on the other hand, the scale of the ecological challenges means we do not have the luxury of not taking action until we have a complete overview of all relevant metrics and a robust framework. When engaging with companies, we therefore focus on helping them decide which data to gather and disclose. If there is comparable data, it will be easier for investors to give biodiversity a fixed place in analysis and portfolio construction.' ■

Important Information

This material is directed to professional and eligible counterparties only and should not be relied upon by retail investors. The information is not intended for distribution or use by any person in any jurisdiction where such distribution would be contrary to local law or regulation. Northern Trust and its affiliates may have positions in and may effect transactions in the markets, contracts and related investments different than described in this information. This information is obtained from sources believed to be reliable, and its accuracy and completeness are not guaranteed. Information does not constitute a recommendation of any investment strategy, is not intended as investment advice and does not take into account all the circumstances of each investor. Opinions and forecasts discussed are those of the author, do not necessarily reflect the views of Northern Trust and are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only and is not intended to be, and should not be construed as, an offer, solicitation or recommendation with respect to any transaction and should not be treated as legal advice, investment advice or tax advice. Recipients should not rely upon this information as a substitute for obtaining specific legal or tax advice from their own professional legal or tax advisors. References to specific securities and their issuers are for illustrative purposes only and are not intended and should not be interpreted as recommendations to purchase or sell such securities. Indices and trademarks are the property of their respective owners. Information is subject to change based on market or other conditions. Investing involves risk - no investment strategy or risk management technique can guarantee returns or eliminate risk in any market environment. Simulated and actual past performance is not a reliable indicator of future results and should not be the sole factor of consideration when selecting an investment product or strategy. Forward-looking statements and assumptions are Northern Trust's current estimates or expectations of future events or future results based upon proprietary research and should not be construed as an estimate or promise of results that a portfolio may achieve. Actual results could differ materially from the results indicated by this information. Northern Trust Asset Management (NTAM) is composed of Northern Trust Investments, Inc. (NTI), Northern Trust Global Investments Limited (NTGIL), Northern Trust Fund Managers (Ireland) Limited (NTFMI), Northern Trust Global Investments Japan, K.K. (NTKK), NT Global Advisors, Inc., 50 South Capital Advisors, LLC, Northern Trust Asset Management Australia Pty Ltd and investment personnel of The Northern Trust Company of Hong Kong Limited (NTCHK) and The Northern Trust Company (TNTC). © 2023 Northern Trust Corporation. Head Office: 50 South La Salle Street, Chicago, Illinois 60603 U.S.A. Issued in the EEA by Northern Trust Fund Managers (Ireland) Limited.

SUMMARY

In addition to climate change, biodiversity loss is a major environmental challenge investors need to address urgently.

Frameworks are emerging to better incorporate ecological risks into investment policy.

When engaging with companies, investors should push for better disclosure of biodiversity-related data.

Monetaire politiek is gebaseerd op drijfzand

Silicon Valley Bank, de ‘oplossing’ van de Global Financial Crisis 2007–2009, de verhoging van de belastingen op de rendementen op vastgoedbeleggingen in Nederland, et cetera. Is er een verband tussen die gebeurtenissen en de gevoerde monetaire politiek?

Naar aanleiding van het faillissement van Silicon Valley Bank (SVB) werd de vraag gesteld of dat een incident was, of een structureel probleem. Een rapport van de WRR uit 2015, ‘Het financieel stelsel in historisch perspectief’, stelt onder andere dat de ‘politieke economie van de financiële sector doorslaggevend is (...) voor welvaartseffecten’. Met andere woorden: de monetaire politiek zoals die heden ten dage wordt beleden door de Westerse centrale banken heeft allerlei gevolgen voor de welvaartsverdeling. De lagerentepolitiek van de centrale banken, die na de Global Financial Crisis werd gehanteerd, hielp de banken, maar slachtte de spaarders en ook de pensioenfondsen. Bovendien bleek die lage rente alleen te gelden voor de banken in relatie tot de centrale banken. Bedrijven en consumenten die geld wilden lenen, betaalden een hele hoge, onbetaalbare, reële rente. Banken leenden daarentegen voor een groot deel geld uit voor het beleggen in – geleveraged – vastgoed en financiële assets. Daar was onderpand om leningen goedkoper te kunnen krijgen. Voeding voor asset inflation met het bijbehorende welvaartseffect.



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

De opkomst van kredietverlening door banken in de 17^e eeuw betekende een breuk in de relatie tussen leningverstrekkers en leningnemers. Tot dan toe leefden we in een wereld waarin alleen de heersende klasse – koningen, adel, de kerk – vermogen had. Door banken kwamen er voor ondernemers en consumenten andere bronnen van financiering beschikbaar, waardoor het eisen van onbehoorlijk hoge rentes, zoals de heersende klasse daarvoor deed, zowel door regulering als door

religieuze opvattingen, niet meer aan de orde was.

Bij het verlenen van een krediet door de Fed van \$ 85 miljard aan het in de problemen geraakte verzekeringsbedrijf AIG in maart 2009, werd Ben Bernanke de vraag gesteld ‘is dit geld van de belastingbetalers?’ ‘Nee,’ zei Bernanke, ‘dit is gewoon het vergroten van het tegoed van een financiële instelling bij de Fed.’ Maar is dit wel zo?

Het verlenen van krediet is gebaseerd op het geloof dat het krediet wordt terugbetaald. Dat is waarom overheidsleningen altijd als de minst risicovolle leningen worden gezien. Een claim op een overheid is een claim op een eeuwige stroom van belastinginkomsten die een overheid tegemoet kan zien. Het is die ‘backing’ van het krediet door uiteindelijk de belastingbetaler die overheidsleningen het minst risicovol maken.

De huidige regulering richt zich op het stellen van eisen aan de inrichting van de balansen van banken. Dat blijkt keer op keer niet te werken. SVB is daar een voorbeeld van. Effectiever is om de voorwaarden te reguleren waaronder financiering door banken wordt verstrekt. Zo wordt in Nederland het rendement voor vastgoedbeleggers nu extra belast. In Duitsland doen ze het anders. Daar zijn de voorwaarden voor financiering van het beleggen in woningen veel stringenter. Het resultaat: een aanzienlijk stabielere woningmarkt dan in landen als het Verenigd Koninkrijk en Nederland.

Het is de hoogste tijd dat de politiek en de economische wetenschap de monetaire politiek en hét uitgangspunt daarvan, namelijk dat een lage rente voor de banken de economie kan stimuleren, aan een nader onderzoek onderwerpen. Het *laissez-faire*-beleid voor de financiële sector levert niet op waar de financiële sector voor bedoeld is: het verzorgen van kredietverlening om de reële economie beter te laten functioneren. ■

Integrating biodiversity into fixed income portfolios

One of the fundamental features of biodiversity is that it reaches into every part of our lives. That means the impact of biodiversity loss is felt across fixed income investment portfolios too.

By Bruno Bamberger and Liudmila Strakodonskaya

There are important reasons why investors should begin to integrate biodiversity into their decision making. First, biodiversity loss presents risks that could impact the performance of fixed income portfolios. As with climate change, the starting point is to understand the risks in play, divided into two components. They may be physical risks from biodiversity loss and ecosystem degradation, or transition risks linked to global efforts to tackle the problem, which include increasing liability risks.

We expect that companies that do not proactively address these risks, and that fail

to adopt more sustainable nature-positive business models, could face higher costs or lower revenues, therefore reducing their ability to repay debt in the future.

- **Nature-related physical risks**

The dramatic degradation of biodiversity and of natural resources has created significant pressures on issuer supply chains and manufacturing processes. This in turn may lead to a loss of revenue or reduced profitability, ultimately impairing the ability of an issuer to repay its debt. Examples of this could include increased flood risks due to soil and flora reductions, difficulties sourcing raw materials, reduced suitability of land for crop cultivation, or costs incurred from forced relocations of manufacturing bases.

- **Nature-related transition risks**

Consumers are becoming more aware of the dangers of biodiversity loss and could shift their spending habits to products and services less associated with having negative impact on nature. The transition could be more acute when controversial actions hit the news and a boycott of a company's products occurs across a wide consumer base. In addition, issuers could face further risks from evolving regulation, technological breakthroughs, market changes, and litigation.

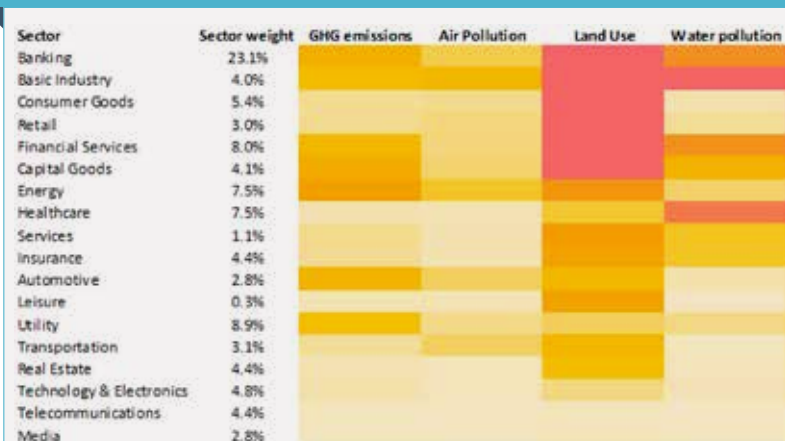
A good example of liability-related transition risks is the case of US litigation around perfluoroalkyl and polyfluoroalkyl substances (PFAS), a large complex set of synthetic chemicals used in consumer goods and known as 'forever chemicals.' This litigation has given rise to new regulatory measures in both the US and the European Union with a potential ban targeting these chemicals. Another recent example is the introduction of taxes on plastic packaging in some countries, like the UK.

Interactions between different categories of nature-related risks, in particular cascading interactions of physical and transition risks, could eventually lead to a nature-related systemic risk with consequences for global economies around the world.

Asset owners: The momentum builds

A second reason why we believe fixed income investors need to take action is that we can see increasing interest from asset owners who want to mitigate their negative impact on biodiversity by reducing the

FIGURE 1: PICKING OUT THE BIODIVERSITY HOTSPOTS



Source: Iceberg Data Lab. Data as of 31/12/2022. For ease of illustration the CBF has been translated into a colour scale with the most impactful (red) having a score of about -0.2 km² Mean Species Abundance (MSA) per million euros invested and the least impactful (light orange) having an MSA closer to zero.

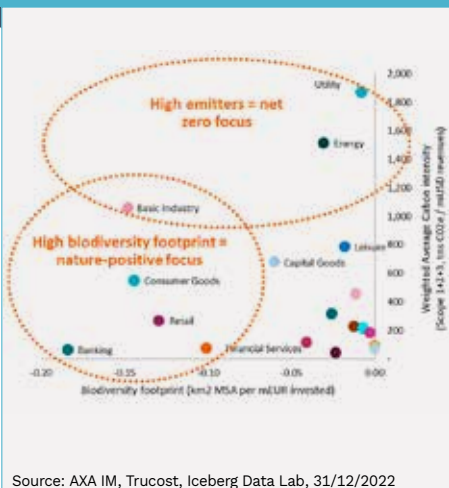
‘We can see increasing interest from asset owners who want to mitigate their negative impact on biodiversity.’

biodiversity footprint of their investment and financing activities. This rationale extends beyond pure financial performance and into ‘double materiality’, the idea that investors should consider not only the impact the external environment has on a portfolio, but also the impact a portfolio has on the natural and social capital in the world.

This process can occur in two ways: by reducing the negative impact a portfolio has, or by identifying and supporting solutions that have the potential to drive positive biodiversity change within different sectors.

According to estimates from the Convention on Biological Diversity and the Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), between \$ 150 billion and \$ 440 billion per year should be allocated to biodiversity solutions to reverse biodiversity loss. Current financial flows from the private sector are merely a drop in the ocean. But more regulation is on the way.

FIGURE 2: THE CORRELATION BETWEEN BIODIVERSITY LOSS AND CARBON EMISSIONS



So, these are the three main drivers converging to put biodiversity centre stage: 1) the risks are becoming ever more evident, 2) large asset owners are starting to measure their impact and consider how to adapt portfolios, and 3) this process is spurred on by burgeoning regulatory demands.

Figure 1’s heatmap shows four of the primary drivers of biodiversity loss across the global investment-grade credit sectors, as measured with the use of the Corporate Biodiversity Footprint (CBF) metric provided by Iceberg Data Lab.

Biodiversity as part of the investment process

After seeking out the portfolio ‘hotspots’ across sectors and specific issuers, investors can start the process of re-aligning their portfolio to reflect where the best practice lies in biodiversity integration.

A basic starting point is to tilt portfolios away from issuers that have a high biodiversity footprint and little ambition to reduce it, towards companies in the same sector that have identified the risks and impact and are managing (reducing) and monitoring them. Detailed issuer-level analysis is critical here to assess the ambition and credibility of any corporate objectives.

Fixed income investors may also use the lever of bond maturities to mitigate biodiversity-related risks within their portfolios. For example, issuers with a high dependency on natural resources or a high biodiversity footprint could be invested in only at shorter maturities and only re-invested in upon maturity if they have made sufficient commitments to mitigate those risks or lower their footprint.

Climate, biodiversity and social factors are inextricably linked and climate change is one of the five direct drivers of biodiversity loss. Figure 2 shows the degree of correlation between the weighted average carbon intensity (WACI) and biodiversity footprint (excluding climate change) across the global investment grade credit sectors.

As a massive source of liquid capital, fixed income investors have a huge part to play in this emerging theme and can take steps today to actively improve the biodiversity footprint of their portfolios. ■



Bruno Bamberger

Core Solutions Strategist,
AXA Investment Managers



Liudmila Strakodonskaya

Responsible Investment Analyst,
AXA Investment Managers

SUMMARY

Managing risks, having a positive impact, and meeting regulations are three reasons why fixed income investors should consider biodiversity within their portfolios.

Biodiversity loss is a complex issue. Active engagement and detailed sector and issuer-level analysis are required to tackle it.

Biodiversity must be considered as part of a holistic sustainable approach, as opposed to isolated from climate change and social factors.

Biodiversiteit: risicofactor of beleggingskans?

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Hoe kunnen beleggers bijdragen aan het tegengaan en zelfs herstellen van het dramatische verlies aan biodiversiteit? Het breed gedragen antwoord tijdens de panel-discussie ter afsluiting van het door Financial Investigator georganiseerde seminar over de energietransitie en biodiversiteit: door te investeren in positieve impact. Met minder gaat het namelijk niet lukken.

Dagvoorzitter Jacqueline Duiker wil eerst een inkijkje in het beursgenoteerde aandelenuniversum door de ogen van de gespreksdeelnemers. Hoe definieer je het beleggingsuniversum met betrekking tot biodiversiteit? ‘Wij kijken daarvoor naar twee groepen bedrijven’, legt Eugenie Mathieu van Aviva Investors uit. ‘We identificeren transitiebedrijven en bedrijven die oplossingen bieden. Oplossingsgerichte bedrijven zijn bedrijven met meer dan 20% inkomsten uit producten en diensten die ons helpen de menselijke negatieve impact op biodiversiteit te verminderen. Dergelijke bedrijven zijn bijvoorbeeld gericht op precisielandbouw, waterzuivering en alternatieven voor vlees. Voor transitiebedrijven geldt dat wij zoeken naar die ondernemingen waarvan wij denken dat ze in hun sector vooroplopen bij het verminderen van hun negatieve impact op biodiversiteit.’

Doorslaggevende data

Mathieu werkt met veel verschillende datasets om dergelijke bedrijven te onderscheiden. In tegenstelling tot klimaatverandering, waar je duizenden bedrijven kunt vergelijken op alleen broeikasgasemissies, ligt dat bij biodiversiteit namelijk veel complexer, vertelt ze. ‘We moeten daarvoor naar iedere afzonderlijke sector kijken en daarbinnen weer naar allerlei verschillende indicatoren om te kunnen bepalen hoe bedrijven biodiversiteit nu precies beïnvloeden. Om dat te beoordelen, werken we met vier mainstream datasets en 41 NGO-datasets, die ons genuanceerdere sectorale inzichten verschaffen. Zo werken we met een dataset die zich richt op chemische producenten. Veel bedrijven in die sector krijgen van ratingbureaus een hoge rating voor hun uitstekende ESG-prestaties, maar deze

dataleveranciers kijken meestal niet naar de gevaarlijke chemische stoffen die ze uiteindelijk maken en wat ze doen om te investeren in groene chemie om deze gevaarlijke chemische footprint te verkleinen. Een concreet voorbeeld van zo’n specifieke en verhelderende rating over dit thema is ontwikkeld door de Zweedse NGO ChemSec. De gegevens in de ChemScore-ranglijst helpen ons de leiders in de chemische sector te identificeren.’

Hanna Spanier van Blue Sky Groep noemt biodiversiteit een relatief nieuw onderwerp, waar nog veel analyse op losgelaten moet worden. ‘Maar we zien dat vrijwel alle economische activiteiten afhankelijk zijn van, of invloed hebben op biodiversiteit. Wij hebben dan ook een zeer brede blik op het biodiversiteitsuniversum en kijken aan de ene kant naar de afhankelijkheden op het gebied van biodiversiteit en aan de andere kant naar de impact van economische activiteiten op biodiversiteit.’ Karin van Dijk van ASN Impact Investors draait het om en begint bij de vraag: wat is het beleggingsdoel? ‘Wij streven naar een netto positieve impact op biodiversiteit en kijken vervolgens naar elk bedrijf dat aan die ambitie bijdraagt. We kijken dus niet alleen naar het beursgenoteerde universum, maar vooral ook daarbuiten.’ Die focus valt te verklaren vanuit de constatering van Van Dijk dat beursgenoteerde bedrijven die biodiversiteit niet schaden, lastig te vinden zijn. ‘Sinds 2014 meten wij impact op biodiversiteit en we vonden tot nu toe slechts drie bedrijven die deze niet schaden.’

Wees transparant over impact

Wil dat zeggen dat je geen impact kunt maken in het beursgenoteerde segment? Allerm minst, antwoordt Van Dijk. Je zult alleen wel transparant moeten zijn over de impact die je realistischerwijs kunt realiseren, vindt ze. ‘Engagement speelt hierin een cruciale rol, maar daarmee verminder je vooral de druk op de biodiversiteit. Dus uiteindelijk breng je daar vooral minder schade aan toe. Dát is de impact die je genereert en het is dan ook zaak om die boodschap aan je beleggers over te brengen.’ Maar eigenlijk is die manier van investeren te minimaal, voegt ze toe. ‘De biodiversiteitscrisis is zó enorm, dat je je eigenlijk ook bezig zou moeten houden met positieve impact en met herstel van biodiversiteit. Mijn persoonlijke conclusie is dat je, om die positieve impact te realiseren, in privates moet beleggen. >



VOORZITTER

Jacqueline Duiker

Senior Manager, VBDO,
en Oprichter,
Future Value Matters



Karin van Dijk

Fondsmanager ASN Biodiversiteitsfonds, ASN Impact Investors



Eugenie Mathieu

Senior Impact Analyst, Earth Pillar Lead, Aviva Investors



Hanna Spanier

ESG Adviseur, Blue Sky Group

Daar zitten de bedrijven die biodiversiteit beschermen en bijdragen aan herstel daarvan, en dán praat je over positieve impact.’

Van Dijk analyseert investeringen met behulp van een traditioneel risico-rendementsraamwerk, waarbij het accent op de kwaliteit voor mens en milieu ligt. ‘We beginnen ermee iedere investering te screenen op haar bijdrage aan biodiversiteit, klimaat en mensenrechten. Dus we kijken eerst naar de duurzaamheid en daarna pas naar de financiële kant van een belegging.’ Die financiële kant blijft uiteraard belangrijk, en dus wil Duiker weten of een impactbelegging in biodiversiteit ook vanuit rendementsoptiek te verantwoorden is. Mathieu denkt dat dergelijke investeringen absoluut kansen bieden op prima rendementen. Ze ziet immers veel veranderen op het gebied van regulering en consumentengedrag. ‘Kijk alleen al naar de opkomst van vegetarische consumptie en veganisme die zich in de afgelopen drie jaar voltrok. Er is een substantiële groei te zien in plantaardige alternatieven voor vleesconsumptie.’

Regelgeving biedt belangrijke prikkel

Regelgeving leidt ook tot een sterke bewustwording bij bedrijven, constateert Mathieu. Je ziet dat dit bedrijven kritisch laat kijken naar hun toeleveringsketen. In het Verenigd Koninkrijk is er bijvoorbeeld een plasticbelasting. Als er minder dan 30% gerecycled materiaal in je plastic verpakkingen zit, betaal je als bedrijf een belasting. Langzaam maar zeker zien we dat die golf van nieuwe regelgeving en veranderd consumentengedrag gaat helpen om te verduurzamen.’ Van Dijk beaamt dat. Zij gelooft niet alleen in dat rendement, maar oogst dat ook, door in gezonde business cases te beleggen. ‘Gezond wil zeggen: investeringen die op de lange termijn natuur en biodiversiteit beschermen en die ook geld laten terugvloeiën naar lokale gemeenschappen, die dat weer kunnen inzetten voor natuurherstel.’

Als concreet voorbeeld noemt Van Dijk een fonds dat belegt in bosbouw, noten en vruchten. Het investeert vanuit de overtuiging dat je alleen een duurzaam financieel rendement kunt realiseren wanneer je het natuurlijk kapitaal vergroot. ‘Denk daarbij aan een boer die geen kunstmest of pesticiden meer gebruikt en zo zijn kosten ziet afnemen, wat een directe impuls geeft aan zijn winst.’ Het voorbeeld illustreert haar focus op projecten waarbij iedereen wint:

de belegger, de natuur en de lokale gemeenschap. Elke investering behoort eigenlijk zo’n win-win-winprofiel te hebben, vindt Van Dijk. Duiker vindt het inspirerend klinken, maar hoort regelmatig van beleggers dat ze niet voldoende investeringsprojecten met die kwaliteiten kunnen vinden. ‘Om die reden lanceerden wij een biodiversiteitsfonds’, reageert Van Dijk. ‘We kijken daarmee veel breder dan alleen beursgenoteerd, want zoals ik al eerder aangaf, is daar niet veel te vinden wat aan dergelijke beleggingscriteria voldoet. Wij helpen via ons fonds private bedrijven met een positieve impact op biodiversiteit te versnellen in hun ontwikkeling en verder op te schalen.’

Zoek het ook in mengvormen

Spanier vindt ook dat je je breed dient te oriënteren, wil je voldoende investeringskansen vinden om de biodiversiteit structureel en op de lange termijn vooruit te helpen. Ook volgens haar is daarbij het eerder gemaakte onderscheid tussen het realiseren van positieve impact en het verminderen van negatieve impact relevant. Gaat het je om dat laatste, dan is ze van mening dat je inderdaad vooral in beursgenoteerde aandelen naar kansen moet zoeken. Om je doel van vermindering van negatieve impact te bereiken, is engagement een belangrijk instrument, vervolgt ze. Maar in zijn totaliteit is het toch echt zaak om verder te kijken dan alleen beursgenoteerd en om je niet alleen op private markten, maar ook op bijvoorbeeld blended finance te richten. Zo’n integrale blik op mogelijk interessante investeringen helpt om voldoende goede projecten te vinden die het diversiteitsverlies daadwerkelijk kunnen tegengaan, aldus Spanier.

Het gaat dus om het nastreven van positieve impact, wordt vanuit het publiek opgemerkt. Het gesprek over het verminderen van negatieve impact lijkt daarmee steeds meer een gepasseerd station. Welke stappen zou een belegger moeten nemen om over de ambitie van verminderde negatieve impact heen te stappen en direct door te stoten naar het realiseren van louter positieve impact op biodiversiteit, wil een toehoorder weten. Van Dijk benadrukt dat bedrijven die in de afgelopen 10 tot 15 jaar hun businessplannen schreven, het verschil gaan maken. Zij integreerden natuur namelijk al direct in hun businessmodellen. ‘Deze bedrijven moeten we helpen opschalen, willen we die positieve impact op grote schaal kunnen maken. En natuurlijk is het essentieel om

‘Bedrijven zullen individueel geen fundamentele veranderingen tot stand brengen zolang er geen gelijk speelveld is.’

grote bedrijven aan te spreken op hun verantwoordelijkheid om de druk op biodiversiteit te verminderen, maar ik denk dat het daarmee niet snel genoeg gaat.’ Van het financieel faciliteren van dergelijke pioniers gaat bovendien een inspirerende werking uit op grote bedrijven, wat tot een algehele versnelling van verduurzaming kan leiden, denkt Van Dijk.

Ook koeienkarkassen hebben waarde

Duiker wil graag boter bij de vis. Wat zijn voorbeelden van dergelijke inspiratoren? Van Dijk wijst op het Australische bedrijf Wide Open Agriculture, dat zich bezighoudt met regeneratieve landbouw. Zij ontwikkelden een platform voor agrarische bedrijven die hun duurzame producten tegen premium prijzen verkopen, terwijl ze ook zorgen voor bodemherstel en letten op efficiënt gebruik van water. Mathieu noemt het Amerikaanse Darling Ingredients als voorbeeld van een bedrijf dat op een zeer innovatieve wijze omgaat met wat in principe als afval wordt beschouwd. ‘Het bedrijf haalt karkassen van koeien op bij abattoirs om die te recyclen in biodiesel. Dat vind ik een heel inspirerend voorbeeld van circulaire economie.’

Dan is het weer de beurt aan de zaal. Een toehoorder merkt op dat er weliswaar veel waardevolle informatie is gedeeld, maar dat het er toch op lijkt dat we de grote vraag ongeadresseerd hebben gelaten. Wat gaan we nu eigenlijk verbeteren aan onze manier van consumeren en produceren zodat de natuur beter af is? Zijn we erop uit om de dingen alleen een beetje minder slecht te doen, of willen we echt een deuk in het pakje boter slaan? Zijn we eventueel bereid tot systeemveranderingen? Spanier erkent het belang van die vraag en gelooft dat het allebei moet gebeuren. Enerzijds de impact die de economie nu heeft op biodiversiteit

drastisch terugdringen en tegelijkertijd op zoek gaan naar kansen om positieve impact te stimuleren en innovatieve oplossingen van financiële ondersteuning te voorzien. ‘We moeten ons richten op de vier pijlers van de mitigatie-hiërarchie. Ten eerste is dat het vermijden van biodiversiteitsverlies, daarnaast het minimaliseren van negatieve impact, ten derde het werken aan het herstel van biodiversiteit, en tot slot het compenseren van biodiversiteitsverlies om netto positieve impact te bereiken.’

We komen niet onder systemische veranderingen uit

Mathieu vindt de vooruitgang te traag gezien de enorme omvang van de biodiversiteitscrisis. Zij noemt het zelfs beangstigend om te zien hoe snel het aantal dier- en plantensoorten afneemt, zeker in het licht van het isolement waarin mensen als individuen nu neigen te leven ten opzichte van de natuur. Voor vermogensbeheerders is zeker een rol weggelegd om deze betreurenswaardige situatie te keren, meent Mathieu. ‘Maar uiteindelijk moeten overheden met goede regelgeving komen om deze verandering te ondersteunen. Want de omvang van de vereiste overgang vergt coördinatie. Bedrijven zullen individueel geen fundamentele veranderingen tot stand brengen zolang er geen gelijk speelveld is. Wij hebben een Market Reform Team van zes mensen dat er elke dag aan werkt om regeringen over de hele wereld ervan te overtuigen de wijze waarop het economische systeem werkt te veranderen. De VN, de EU en het VK kunnen beleid gebruiken om gedragingen te corrigeren die de grootschalige tekortkomingen van de markt hebben veroorzaakt. Tekortkomingen die in de eerste plaats tot deze crisis hebben geleid. Dus ik herhaal: ik geloof sterk in regulering.’

Van Dijk beaamt dat we een paar tandjes sneller moeten. ‘Ook ik denk dan op het niveau van systemische verandering. Maar willen we die ook werkelijk tot stand brengen, dan zullen we bedrijven moeten helpen die daaraan kunnen bijdragen. Over biodiversiteit praten we veel te vaak als een risicofactor, terwijl ik denk dat het tevens een geweldige investeringskans is. Het mooie is dat je prima rendementen kunt maken door bedrijven te steunen die laten zien dat het echt anders kan. Zij kunnen de winnaars van morgen worden en de economie vormgeven waar we nu naartoe groeien. Dus ik ben ook een big believer, maar dan in het beleggen in deze bedrijven.’ ■

IN HET KORT

Voorals in private markten vind je bedrijven die doelgericht werken aan het tegengaan van biodiversiteitsverlies of zelfs het herstellen van biodiversiteit.

Door te beleggen in beursgenoteerde bedrijven kun je impact realiseren, maar dat is vooral minder negatieve impact en zelden positieve impact. Hierover moet je transparant zijn naar je beleggers.

Over biodiversiteit wordt te vaak gepraat als een risicofactor, maar het kan tevens geweldige beleggingskansen bieden.

Goede regelgeving is hoognodig om de biodiversiteitscrisis te keren.

Naast een MiFID top-up nu ook een MiCAR top-up voor fondsbeheerders

Op 21 april 2023 is de Verordening voor uitgevers van crypto assets en aanbieders van cryptodiensten aangenomen: de Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR). Onder MiCAR wordt voor fondsbeheerders een nieuw top-up regime ingevoerd, vergelijkbaar met de 'MiFID top-up'. Wat houdt deze 'MiCAR top-up' eigenlijk in?

Door Joyce Kerkvliet

De meeste bepalingen van de MiCAR worden per 1 januari 2025 van toepassing. Een uitzondering hierop zijn de vereisten met betrekking tot stablecoins (in de MiCAR 'asset referenced tokens' (ARTs) genoemd). Deze vereisten worden van toepassing binnen 12 maanden na de inwerkingtreding, in juli 2024.

MiCAR stelt een geharmoniseerd kader vast voor crypto assets en gerelateerde activiteiten en diensten en omvat alle soorten crypto assets, die in grote lijnen worden gedefinieerd als een 'digitale weergave van waarde of rechten die elektronisch kan worden overgedragen en opgeslagen, met gebruikmaking van Distributed Ledger Technology of vergelijkbare technologie'. MiCAR definieert bovendien drie subcategorieën van crypto-assets: (i) utility tokens, (ii) ARTs en (iii) E-money tokens. MiCAR is niet van toepassing op crypto assets die al binnen het toepassingsgebied van bestaande EU-regelgeving vallen. Zo vallen diensten met betrekking tot crypto assets die kwalificeren als onder MiFID gereguleerde financiële instrumenten niet onder MiCAR.

In beginsel is onder MiCAR voor het verlenen van diensten met betrekking tot crypto assets, zoals vermogensbeheer, bewaring, brokerage, handel en beleggingsadvies, een vergunning vereist

van de nationale toezichthouder. MiCAR voorziet in uitzonderingen op deze vergunningsplicht voor sommige reeds gereguleerde instellingen, zoals kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (AIFM) en UCITS-beheerders (hierna gezamenlijk 'fondsbeheerders').

De 'MiCAR top-up' voor fondsbeheerders

De AIFMD en de UCITS-richtlijn voorzien beide in een lidstaatoptie om het fondsbeheerders toe te staan bepaalde beleggingsdiensten te verlenen zonder dat daarvoor een aparte (MiFID-)vergunning is vereist: de 'MiFID top-up'. Het gaat om de diensten: (1) individueel vermogensbeheer, (2) beleggingsadvies, (3) het bewaren en administreren van deelnemingsrechten in fondsen en (4) het ontvangen en doorgeven van orders in financiële instrumenten. Deze laatste drie diensten zijn alleen toegestaan als ook de beleggingsdienst individueel vermogensbeheer wordt verleend. Omdat de vereisten voor de MiFID top-up op EU-niveau zijn geharmoniseerd, mogen fondsbeheerders deze diensten op basis van een Europees paspoort ook in andere lidstaten aanbieden.

MiCAR staat het fondsbeheerders met een MiFID top-up op haar beurt toe om bepaalde 'crypto asset-diensten' in de EU aan te bieden zonder daarvoor een separate vergunning aan te vragen. Het gaat om (i) individueel vermogensbeheer in crypto assets, (ii) beleggingsadvies over crypto assets en (iii) het ontvangen en doorgeven van orders voor crypto assets, voor zover de MiFID top-up dezelfde MiFID-diensten toestaat.

Het belangrijkste verschil tussen de MiCAR- en MiFID-diensten is dat de MiFID-diensten van fondsbeheerders betrekking hebben op 'financiële instrumenten', terwijl de 'gelijkwaardige diensten' onder MiCAR verwijzen naar 'crypto assets'.

Vergunningsvereisten MiCAR top-up

Voordat fondsbeheerders een MiCAR-dienst mogen aanbieden, dienen zij ten minste 40 werkdagen vóór het verlenen van die dienst, een kennisgeving te doen aan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst (naar verwachting de AFM in Nederland). Deze kennisgeving dient onder andere de volgende informatie te bevatten:

- een overzicht van de werkzaamheden, waarin de verschillende typen crypto-asset-diensten worden uiteengezet die de

fondsbeheerder wil aanbieden, inclusief waar en hoe deze diensten op de markt zullen worden gebracht,

- een beschrijving van het interne controlemechanisme, het AML/CFT-beleid, evenals een risicobeoordelingskader en een bedrijfscontinuïteitsplan,
- beschrijvingen (zowel in technische als niet-technische taal) van de IT-systemen en beveiligingsregelingen,
- een beschrijving van de procedure voor de scheiding van de crypto assets en -fondsen van klanten,
- voor het geven van advies of vermogensbeheer over crypto-assets geldt dat bewijs moet worden verstrekt dat de betrokken natuurlijke personen over de nodige kennis en ervaring beschikken om te voldoen aan hun verplichtingen,
- vermelding van het type crypto asset (ART, utility, e-money tokens en/of andere crypto assets) waarop de beoogde crypto asset-diensten betrekking hebben.

De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst moet binnen 20 werkdagen de volledigheid van de ontvangen kennisgeving bevestigen. De fondsbeheerder mag aanvragen met de crypto asset-dienstverlening na ontvangst van deze bevestiging.

Doorlopende verplichtingen MiCAR top-up

Fondsbeheerders zijn uit hoofde van de MiCAR top-up daarnaast onderworpen aan een aantal doorlopende verplichtingen, onder andere met betrekking tot:

- de bedrijfsvoering: onder andere een algemene verplichting om eerlijk en professioneel te handelen in overeenstemming met de belangen van klanten en potentiële klanten,
- het leidinggevende orgaan: onder andere vereisten rondom reputatie, kennis, ervaring en vaardigheden, en passende beleidslijnen en procedures voor compliance, inclusief anti-witwaspraktijken (AML), continuïteit van diensten, en gegevensbeveiliging,
- de bewaring van de crypto assets en -fondsen van klanten, inclusief scheidingsvereisten,
- de klachtenafhandeling,
- het omgaan met belangenconflicten,
- de uitbesteding,
- een wind-down-plan.

Daarnaast geldt een aantal specifieke doorlopende vereisten op grond van MiCAR, afhankelijk van de categorie crypto asset-diensten die wordt aangeboden.

Voor fondsbeheerders die orders ontvangen en doorgeven voor crypto assets, vereist MiCAR onder andere dat fondsbeheerders:

- procedures hebben die zorgen voor een snelle en juiste doorgeleiding van de orders van een klant om deze uit te voeren op een handelsplatform voor crypto assets of door te geleiden naar een andere crypto asset-dienstverlener,
- geen enkele vergoeding, korting of niet-geldelijk voordeel ontvangen voor het routen van orders die van klanten zijn ontvangen naar een bepaald handelsplatform voor crypto assets of naar een andere crypto asset-dienstverlener,
- geen misbruik maken van informatie met betrekking tot lopende orders van klanten en alle redelijke stappen zullen ondernemen om misbruik van dergelijke informatie door een van hun werknemers te voorkomen.

Voor fondsbeheerders die beleggingsadvies geven en/of vermogensbeheer verrichten met betrekking tot crypto assets, vereist MiCAR, onder andere, dat fondsbeheerders:

- een geschiktheidstoets uitvoeren en voor cliënten een geschiktheidsrapport opstellen, vergelijkbaar met MiFID;
- alle kosten en bijbehorende lasten van hun dienstverlening bekendmaken;
- (potentiële) klanten waarschuwen dat onder meer crypto assets niet liquide zijn en niet vallen onder de relevante nationale beleggerscompensatie- en deposito-garantiestelsels;
- periodieke opgaven van de namens cliënt uitgevoerde vermogensbeheeractiviteiten verstrekken op een duurzame (informatie) drager.

Bovendien zijn fondsbeheerders verplicht ervoor te zorgen dat de natuurlijke personen die namens hen advies of informatie geven over crypto assets of crypto asset-diensten doorlopend over de nodige kennis en ervaring beschikken om aan hun verplichtingen te voldoen. Net als bij de MiFID top-up moeten fondsbeheerders ook voldoen aan aanvullende verplichtingen bij het verstrekken van 'onafhankelijk beleggingsadvies'. Daarnaast geldt onder MiCAR ook een provisieverbod.

Concluderend kan de MiCAR top-up interessant zijn voor fondsbeheerders die reeds over een MiFID top-up beschikken en de ambitie hebben om hun dienstenaanbod in het crypto asset-domein de komende jaren uit te breiden. ■



Joyce Kerkvliet

Advocaat Financieel Recht,
Orange Clover

IN HET KORT

MiCAR stelt een geharmoniseerd kader vast voor crypto assets en gerelateerde activiteiten.

MiCAR staat het fondsbeheerders met een MiFID top-up toe om bepaalde crypto asset-diensten in de EU aan te bieden zonder daarvoor een separate vergunning aan te vragen.

De MiCAR top-up kan interessant zijn voor fondsbeheerders die reeds over een MiFID top-up beschikken en de ambitie hebben om hun dienstenaanbod in het crypto asset-domein de komende jaren uit te breiden.



SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

26 JANUARI 2024

WWW.SCHAATSVOORKIKA.NL

DORA: veiligheid door veerkracht?

Op 16 januari 2023 is DORA in werking getreden. Financiële ondernemingen moeten vanaf 17 januari 2025 DORA-proof zijn. De vraag is of daarmee niet te veel van de sector wordt gevergd.

DORA (Digital Operational Resilience Act) is een Europees wetgevingspakket dat als doel heeft om binnen de financiële sector de digitale operationele weerbaarheid te bevorderen. Het pakket moet ervoor zorgen dat de financiële sector in de EU bij ernstige operationele verstoringen veerkrachtig blijft functioneren. DORA bestaat op dit moment uit een richtlijn en een verordening. In 2024 zullen daar nog gedelegeerde regels van vooral technische aard aan worden toegevoegd. De regeling is van toepassing op nagenoeg alle soorten financiële ondernemingen, op een aantal kleinere financiële ondernemingen na, zoals AIFMD light-beheerders en bepaalde kleinere verzekeraars. DORA is ook van belang voor de inrichting van ICT-arrangementen met ICT-dienstverleners, die ook rechtstreeks onder DORA komen te vallen. Als zij cruciale diensten verlenen, komen zij bovendien onder toezicht te staan van de relevante financiële toezichthouder.

DORA voorziet voor de gehele EU in uniforme vereisten voor de beveiliging van netwerk- en informatiesystemen van de door de regeling bestreken ondernemingen, zodat deze bestand zijn tegen alle soorten ICT-gerelateerde verstoringen en dreigingen. Het pakket bevat regels op het punt van ICT-risicobeheer, ICT-incidentmanagement, het testen van operationele weerbaarheid, risicobeheer bij gebruikmaking van externe ICT-dienstverleners, rechtstreeks toezicht op cruciale ICT-dienstverleners, en samenwerking en toezicht door de verschillende toezichthouders. Dat deze regelgeving hoognodig is, staat buiten kijf. Financiële ondernemingen worden bijna dagelijks geconfronteerd met (pogingen tot) hacks en cyberaanvallen. DORA zal zeker bijdragen aan het mitigeren van deze risico's.

De financiële sector heeft twee jaar de tijd om DORA in de bedrijfsvoering te implementeren. Als het aan de AFM ligt – zoals bleek uit de column van Laura van Geest van 14 april 2023 in het FD – zou het bij voorkeur nog sneller moeten. De vraag is of daarmee niet te veel van de sector wordt gevergd. In de eerste plaats zullen de betrokken financiële ondernemingen in kaart moeten brengen wat DORA precies voor hen betekent. Het gaat daarbij om het analyseren van complexe regels. Vervolgens zullen zij hun interne ICT-huishouding moeten doorlichten en deze waar nodig anders moeten inrichten. Daarnaast zullen de met ICT-dienstverleners aangegane overeenkomsten kritisch moeten worden bekeken en eventueel moeten worden aangepast. Dat geldt ook als deze overeenkomsten recentelijk nog zijn geamendeerd om ze in overeenstemming te brengen met de richtsnoeren van de toezichthouders op het punt van uitbesteding.

Ook de in het vooruitzicht gestelde toevoeging aan DORA in 2024 van gedelegeerde regels van technische aard maakt een tijdige invoering er niet gemakkelijker op. Zolang die regels niet bekend zijn, is volledige implementatie immers niet mogelijk. En dan is er sinds 27 december 2022 ook nog de tweede Europese richtlijn inzake de beveiliging van netwerk- en informatiesystemen, de NIS2-richtlijn. Deze richtlijn moet op 17 oktober 2024 geïmplementeerd zijn in het nationale recht. De NIS2-richtlijn voorziet voor verschillende kritieke sectoren in risicobeheersingsverplichtingen op het gebied van cyberbeveiliging. Zij is ook van toepassing op banken, handelsplatformen en CCPs. Weliswaar prevaleert DORA als sectorspecifieke regeling boven de NIS2-richtlijn, maar de wetgever moet nog wel zorgen voor de noodzakelijke afstemming.

DORA-proof worden vóór 17 januari 2025 lijkt geen eenvoudige opgave en is in ieder geval een uitdaging. ■



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

Marx, Wagner, Nietzsche

Door Hans Amesz

Karl Marx, Richard Wagner en Friedrich Nietzsche hebben met hun ideeën de 19^{de} en 20^{ste} eeuw sterk beïnvloed. De Berlijnse politcoloog Herfried Münkler, met name deskundig op het gebied van macht en staatswezen, volgt deze drie fascinerende figuren en tekent daarbij een heel epoche op.

Münkler beschrijft de parallellen tussen de levens van Marx en Wagner, hun deelname aan de revolutie van 1848, hun vlucht, verdrijving en asiel, hun vergaring van een grote schare aanhangers en de manier waarop die met hun werken en gedachtengoed zijn omgegaan. Nietzsche, die wat jonger was, drukte net als Marx zijn stempel op generaties na hem.

Alle drie leggen de bijl aan de conventies van de burgerlijke wereld en proberen iets nieuws te scheppen. Münkler belicht hun ideeënwereld, hun werken en levensomstandigheden, hun ziekten en ook hun antisemitisme. In de epiloog gaat hij in op de erfenis van de drie hoofdpersonen.

Vrienden, familieleden, aanhangers en epigonen hebben veel bijgedragen aan het werk van de drie. Friedrich Engels deed dat voor Marx, Wagners echtgenote Cosima en zijn schoondochter Winnifred trokken Richard in de nationaal-socialistische hoek en Nietzsche is door de vervalsingen die zijn zus Elisabeth

in zijn werk heeft aangebracht ten onrechte in het verkeerde kamp terechtgekomen.

Maar de drie naamgevers van zijn boek hebben volgens Münkler een herwaardering ondergaan. Na de val van de muur en de afbraak van het ijzeren gordijn en vooral door de deglobalisering is Marx opnieuw in de belangstelling gekomen als criticus van het kapitalisme wiens analyses voor ons ook in de huidige tijd nog zeker van waarde zijn. Wagner wordt gewaardeerd om zijn muzikale vernieuwing en Nietzsche is ontgaan van de verderfelijke invloed van zijn zuster.

Münkler laat zien dat de ideeën van Marx, Wagner en Nietzsche in onze tijd opnieuw geïnterpreteerd moeten worden. Die ideeën kunnen dienen als reflectieruimte voor de omslagen in de 21^{ste} eeuw, met zijn nieuwe tendensen tot ongelijkheid en kritiek op het kapitalisme (Marx), de opkomst van nieuw nationalisme en antisemitisme (Wagner), en vragen over de plaats van het individu in een wereld beheerst door massamedia (Nietzsche).

Bas Heijne, winnaar van de P.C. Hooft-prijs, vindt dat hedendaagse marxisten, nietzscheanen en aanhangers van het wagneriaanse gemeenschapsdenken het boek moeten lezen, opdat in ieder geval een paar fatale valkuilen uit het verleden vermeden kunnen worden.



Herfried Münkler
Marx, Wagner, Nietzsche
Herfried Münkler
Boom
ISBN: 9789024457496

De Koreaanse Golf

Door Hans Amesz

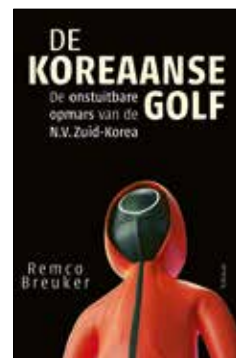
In dit zeer leeswaardige boek beschrijft Remco Breuker, Hoogleraar Koreastudies aan de Universiteit Leiden, de onstuitbare opmars van de N.V. Zuid-Korea. Van het armste land op aarde in 1953 – armer dan Noord-Korea en Biafra – is de republiek in driekwart eeuw de tiende economie ter wereld geworden. Ook is het land, dat pas sinds 1987 geen militaire dictatuur meer is, op een relatief geweldloze manier uitgegroeid tot een democratie. Weliswaar met nogal wat gebreken, maar toch.

Zuid-Korea is volgens Breuker de enige postkoloniale en onder dwang maar zonder schuld opgedeelde samenleving in de geschiedenis die zo'n enorme welvaarts-groei heeft doorgemaakt. Ondanks de soms gewelddadige dynamiek tussen economische

groei en democratisering is het ontegenzeggelijk zo dat het behoud van democratie bij de gemiddelde Zuid-Koreaan even zwaar weegt als het behoud van welvaart.

Wat dat betreft zijn Breukers verwachtingen van de toekomstige rol van Zuid-Korea, als staat én als samenleving, in de crises die er ongetwijfeld nog aankomen, wat aan de hoge kant. Maar Zuid-Korea heeft volgens hem al vaker laten zien juist in momenten van crisis boven verwachting te presteren.

Zo bezien kan Nederland veel leren van Zuid-Korea. Beide landen staan in de visie van Breuker voor vergelijkbare uitdagingen – waarbij Zuid-Korea in sommige opzichten voorloopt. Of Nederland hiervoor openstaat, is echter de vraag.



Remco Breuker
De Koreaanse Golf
Prometheus
ISBN: 9789044639919

The Octopus in the Parking Garage

Door Joost van Mierlo

In Phoenix, de hoofdstad van de Amerikaanse staat Arizona, zijn geen tuinen meer waar het gras groen is. Het besproeien van tuinen is immers verboden in de met structurele droogte kampende stad. Maar in Maricopa, een kleiner stadje vijftig kilometer verderop, zijn dat soort maatregelen niet genomen. Het heeft gevolgen voor de huizenprijzen aldaar. Volgens Redfin, een van de grotere makelaars in de Verenigde Staten, zijn de huizen in Maricopa immers minder 'klimaatbestendig'.

Het is een van de talloze voorbeelden uit dit inspirerende boek over het klimaatrisico. Rob Verchick is Hoogleraar Klimatrecht aan de Universiteit van New Orleans en was nauw betrokken bij de klimaatmaatregelen van de regering van Barack Obama.

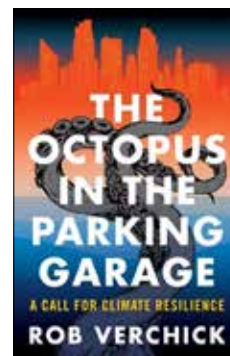
Het gaat bij Verchick niet om abstracte verhalen over het verminderen van de wereldwijde CO₂-uitstoot voor 2050. Nee, hij kiest voor concrete verhalen, met name uit de Verenigde Staten, over manieren waarop bepaalde dorpen, wijken en steden het klimaatprobleem aanpakken.

Verwacht van Verchick geen belerende verhalen. Hij vertelt verhalen van doorsnee

Amerikanen die graag vissen, snorkelen of tuinieren. Daarna maakt hij duidelijk dat er maatregelen genomen moeten worden om deze hobby's ook in de toekomst te kunnen uitoefenen. Daarmee wordt de bereidheid om soms vergaande maatregelen te nemen aanzienlijk groter, aldus Verchick.

De titel van het boek slaat op een octopus die na een stevige storm via de afwateringspijp in een parkeergarage terechtkwam en daarna naar de kust van Florida werd gebracht. Als gevolg van het stijgende zeewater en de toenemende kracht van stormen (de klimaatcrisis), bleek de afwateringspijp niet alleen water af te voeren, maar onder bepaalde omstandigheden juist zeewater aan te trekken.

De octopus overleefde het barre verblijf in de parkeergarage. Een bewoner vulde een emmer met zeewater en bracht de octopus terug naar de zee. Het is dit soort alert gedrag dat gemeengoed zou moeten worden, is het pleidooi van Verchick. Hoewel de octopus in 2016 aanspoelde, is er nog altijd geen adequate oplossing voor het probleem met de honderden vergelijkbare pijpleidingen in de regio.



Rob Verchick
The Octopus in the Parking Garage
Columbia University Press
ISBN: 9780231555104

Masters of the Lost Land

Door Joost van Mierlo

De Spaanse journalist Heriberto Araujo heeft een ware thriller geschreven over de ontbossing van het Braziliaanse Amazonegebied. Het is niet alleen een verhaal waarin een onthutsende hoeveelheid ondoordringbaar bos jaarlijks verdwijnt. Uit zijn verhaal blijkt ook dat het tal van mensenlevens kost.

Volgens Araujo hebben criminele bendes deze eeuw wereldwijd tweeduizend milieu-activisten vermoord. Een derde van deze moorden vond plaats in Brazilië en het merendeel daarvan in de regenwoudstaat Pará. Dat is de plek waar Araujo, met gevaar voor eigen leven, de afgelopen jaren rondtrok. Het resulteerde in dit aangrijpende boek.

De heldin van zijn verhaal is Maria Joel Dias da Costa. Ze is de weduwe van José Dutra

da Costa, een aan de huidige Braziliaanse president Lula verwante politicus die in het jaar 2000 werd vermoord door handlangers van de veehandelaar Josélio de Barros Carneiro, zonder twijfel de grootste schurk in dit met grote schurken gelardeerde boek. Haar zoektocht naar de waarheid rond de moord op haar echtgenoot is de rode draad door dit boek.

Araujo heeft bijna tien jaar aan het boek gewerkt. Hij heeft in die periode tal van activiteiten ontdekt die het daglicht niet kunnen verdragen. Met het beschrijven van al deze misdrijven verliest het boek regelmatig aan vaart. Maar het maakt het resultaat van zijn zoektocht des te indrukwekkender.



Heriberto Araujo
Masters of the Lost Land
Atlantic Books
ISBN: 9781838951450

Wederzijdse belangen overbruggen

Retail is topsport. Voor zover daar nog twijfel over bestond, heeft de impact van de COVID-19-pandemie dat wel aangetoond. En zoals het topsporters betaamt, blijkt de veerkracht van de sector groot.

Inmiddels bruist het weer in de winkelstraten. Toch zijn nieuwe uitdagingen nooit ver weg: min of meer aansluitend aan de pandemie dook het inflatiespook op. Opnieuw staat de sector voor nieuwe en grote uitdagingen. Het dwingt winkels een balans te vinden in het doorberekenen van kostenstijgingen van bijvoorbeeld energie, inkoop en personeel, zonder hun klanten te verliezen. En dit leidt ook nu weer tot – soms emotionele – gesprekken tussen huurders en verhuurders. Want naast voornoemde uitdaging komt de jaarlijkse huurprijsindexatie, die vaak contractueel is gebaseerd op de inflatie-indexatie van het CBS, verre van gelegen.

Ik durf te stellen, uiteraard zonder te generaliseren, dat de coronapandemie huurders en verhuurders in hoge mate heeft verbreed. Naast de genereuze hulp vanuit de overheid, zijn er tussen de partijen sterke coalities gesmeed met als doel het gevarieerde winkellandschap overeind te houden. Dat vraagt om samenwerken en maatwerk, passend bij specifieke situaties en individuele omstandigheden. Want waar de een met volledige sluiting werd geconfronteerd, waren voor de ander de omzetten hoger dan ooit.

Grote verschillen

Ook nu is het, met het oog op gezonde winkelgebieden, van groot belang dat huurders en verhuurders elkaar begrijpen, elkaars belangen kennen en deze gezamenlijk wegen om verschillen te kunnen overbruggen. Hierin is elk geval anders. Eventuele huurprijsstijgingen werken immers niet voor iedereen hetzelfde door. Er zijn grote verschillen in impact, bijvoorbeeld door de verschillen in winstmarges en de mate waarin kostenverhogingen kunnen worden doorberekend aan consumenten. Verschillen die vaak het grootst zijn tussen

de grote winkelketens met voldoende marktmacht en de kleinere MKB-ondernemers. Dat is een onderscheid dat in het complexe Nederlandse huurrecht nauwelijks te maken is. Het (buitenlandse) grootwinkelbedrijf heeft namelijk net zoveel huur(prijs) bescherming als de bakker op de hoek, terwijl de een aanzienlijk meer vet op de botten heeft dan de ander. Dit nog los van het verschil dat de een direct voor zijn dagelijks brood onderneemt, terwijl de ander vaak hoofdzakelijk gericht is op aandeelhouderswaarde.

Waar het op aan zal komen, is een evenwichtige discussie. Het feit dat energie een belangrijke factor is geweest in de hoge inflatiecijfers van het afgelopen jaar, wakkert de discussie aan over eventueel maatwerk voor kleine huurders die in de knel komen. Maar het is vooral ook een signaal dat we met z'n allen haast moeten maken met de omvangrijke verduurzamingsoperatie. Zodat huurders profiteren van duurzame(re) winkels met lagere energien en dus bedrijfslasten en daardoor minder gevoelig worden voor schommelingen in energieprijzen. Dat vraagt investeringen van huurders en verhuurders. Om te kunnen blijven investeren in duurzame en commercieel aantrekkelijke winkelstraten en winkelcentra, is indexatie voor verhuurders een vereiste om de eigen lastenverzwaring op te kunnen vangen.

Ook nu is er bereidheid onder institutionele beleggers om maatwerk te leveren voor de meest kwetsbare ondernemers. Bijvoorbeeld door op basis van wederzijdse openheid en transparantie in gesprek te gaan over het partnerschap voor de langere termijn. Het is geven en nemen. Tussen huurders en verhuurders, maar zeker ook tussen huurders onderling. Have each other's backs: grote partijen die blijven roepen om generieke maatregelen, belemmeren maatwerkoplossingen voor de kleine MKBers die in de knel dreigen te komen. Laten we als sector gezamenlijk verantwoordelijkheid nemen en focussen op waarde creëren voor de samenleving als geheel. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Jovan Ponsioen

Van Amundi
naar Sustainalytics



1997
Master in General
Management, Nijenrode
University

1969
Geboren in
's-Gravenhage

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

Bedankt! Voor mij is het een ware uitdaging! Na bijna 22 jaar in verschillende functies in asset management te hebben gewerkt, start ik nu binnen ESG research & data. Het voelt als een nieuw welkom in min of meer dezelfde markt, maar vanuit een heel andere invalshoek. Sustainalytics heeft een jonge, doelgerichte en zeer open-minded cultuur. Het voelt vanaf de eerste dag als een nieuw 'thuis'.

U begon uw professionele carrière bij ING Investment Management. Wat heeft u daar gedaan?

ING IM was mijn eerste ervaring in asset management. Ik begon daar met het ondersteunen van verzekeringsklanten met beleggingsoplossingen. Later, toen 'open architecture' zijn intrede deed, bouwden wij een marktpositie en ontwikkel-

den we salesteams voor klanten buiten de ING (en later NN) groep.

Daarna heeft u tien jaar gewerkt bij Amundi Asset Management. Welke kennis heeft u daar opgedaan?

Amundi was een geweldige ervaring: een Benelux-team uitbouwen, het Nederlandse kantoor openen en vanaf vrijwel nul een business opbouwen. In die jaren hebben we een solide marktaandeel opgebouwd, vooral op het gebied van Responsible Investing.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Sustainalytics?

Als je betrokken bent bij verantwoord beleggen, dan kan je niet om Sustainalytics heen. Ook in mijn eerdere rol heb ik met de organisatie gewerkt. Wij doen research naar ruim 20.000 bedrijven met meer dan 800 analisten. Dit is zo uniek en waardevol voor de beleggingsindustrie, dat ik geen moment twijfelde toen ik de kans kreeg om het salesteam van de Benelux te gaan leiden.

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan, gebruiken als Sales Director Benelux bij Sustainalytics?

Ik heb veel geleerd in mijn eerdere klantinteracties over verantwoord beleggen en de bijbehorende uitdagingen, maar ook over het creëren van werkbare oplossingen. Het verbinden van de behoeften van klanten met passende diensten en producten is een onmis-

kenbare ervaring die ik kan meebrengen.

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

Ja en nee: voor mij is het commercialiseren van oplossingen voor beleggers natuurlijk bekend terrein. Een nieuwe functie betekent ook een nieuwe omgeving, nieuwe producten en nieuwe benaderingen. Maar een goede indicatie krijg je pas als je er bent: het team heeft echt voor een warm welkom gezorgd en de professionaliteit is zo veel groter dan ik me vooraf kon inbeelden!

Wat verwacht u bij Sustainalytics te bereiken?

We zitten nog maar in een vroege fase van verantwoord beleggen. De sector staat voor de uitdaging van resources, impact, klimaat en integratie. Marktleiderschap vraagt ook om continue innovatie en gerichte groei. Wij kunnen, geholpen door de uitgebreide middelen van ons moederbedrijf Morningstar, een oplossing bieden voor vele uitdagingen bij de implementatie.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Persoonlijke ontwikkeling is het mooiste wat er is. Dat geldt niet alleen voor mij persoonlijk, maar voor alle mensen waarmee ik te maken heb: collega's, familie en onze klanten. Ik wil de juiste omgeving creëren voor persoonlijke ontwikkeling binnen mijn team. Aangezien ik de vorige stappen in mijn carrière niet heb voorspeld, ben ik er niet van overtuigd dat ik toekomstige stappen kan voorspellen. Zolang ik me kan ontwikkelen te midden van oprechte mensen, zaken kan opbouwen en de wereld een beetje beter kan maken, voel ik me tevreden. ■

Frank Stockmann

is gestart als Compliance Officer bij Altera Vastgoed. De afgelopen drie jaar werkte hij als Compliance & Privacy Officer bij Semmie vermogensbeheer. Daarvoor was hij onder andere werkzaam bij PGB pensioendiensten, Hamilton Court Foreign Exchange en NautaDutilh.

Wouter Jan Naborn

is aangesteld als Senior Investment Consultant bij Montae & Partners. Voordien was hij vanaf 2022 Lid van de European Client Advisory Board bij PGIM Fixed Income. Daarvoor werkte hij veertien jaar bij Pensioenfonds Horeca & Catering, het meest recent als Chief Investment Officer.

Jan-Willem Negers

wordt de nieuwe CEO van Ramphastos Investments. Hij is sinds 2011 Partner bij het bedrijf. Daarvoor was hij onder meer werkzaam voor de High Tech Campus Eindhoven en bij Arthur Andersen.

Ralph Hendriks

is de nieuwe Managing Director van ABN AMRO MeesPierson. Hij werkt al sinds 1995 bij ABN AMRO. In die tijd heeft hij verschillende commerciële functies bekleed binnen private banking bij ABN AMRO MeesPierson, zowel lokaal, regionaal als landelijk.

Pieter Heijboer

is benoemd tot Hoofd Investment Strategy bij Van Lanschot Kempen. Hij is sinds 2019 werkzaam voor het bedrijf en maakte daar deel uit van het Manager Research & Solutions-team. Daarvoor was hij onder andere actief bij NN Group en ING Investment Management.

Gita Doekharan

is aangesteld als Teamlead Multi Asset & Solutions bij ACTIAM. Zij was daar al sinds 2018 werkzaam als Senior Portfolio Manager Multi Asset. Daarvoor werkte zij onder meer bij PGGM, MN en NN Investment Partners.

Blijke Janssen

is begonnen als Pensioenspecialist bij PME Pensioenfonds. Hiervoor was zij Senior Pensioenjuridisch Adviseur bij Blue Sky Group. Eerdere werkgevers waren PWRI en Legal & General Netherlands.

Freek Smolders

is benoemd tot Partner van Ramphastos Investments. Hij is al vanaf 2012 verbonden aan de investeringsmaatschappij en werkte eerder bij Deloitte.

Amber Goedkoop

is benoemd tot Voorzitter van SPMS. Zij zat al sinds april 2017 in het bestuur. Sinds 2007 is ze als Dermatoloog werkzaam in het St. Antonius Ziekenhuis in Utrecht.

John Eggen

is togetreden tot het bestuur van bedrijfstakpensioenfonds MITT. Hij zit ook in het bestuur van vakbond De Unie en Pensioenfonds Zoetwaren. Eerder werkte hij bij Vakcentrale MHP en Interpolis.

Marleen Kranenburg

is begonnen als Secretaris binnen Vastgoedmanagement Nederland (VGM NL). Daarvoor was zij 27 jaar lang verbonden aan de REBO Groep, waarvan de laatste 15 jaar als Algemeen Directeur.



Jeroen Touw

gaat aan de slag als Senior Portfolio Manager bij OBAM Investment Management. Eerder heeft hij meer dan 20 jaar in Hong Kong gewerkt voor onder andere APG Asset Management Asia en voor ABN AMRO Asset Management Asia.

Amin Mansour

is de nieuwe Vice Chairman van de Wholesale Bankingafdeling van ING. Hij begon daar in 2007 en heeft daar verschillende functies bekleed, waaronder meest recent die van Global Head of Strategic Products. Eerder werkte hij bij Rabobank en ABN AMRO.

Mark Bobbink

is aangesteld als Directeur Wholesale & Institutional Sales Benelux bij Banque J. Safra Sarasin (Luxembourg) SA. Daarvoor was hij Senior Sales Manager bij Chahine Capital. Eerder werkte hij onder meer bij Nordea Asset Management en Pictet.

Erna Boogaard

is aangesteld als External Advisor van de beleggingscommissie bij Pensioenfonds APF. Ze vervult deze rol naast haar functie als Head of Externally Managed Funds bij Shell Asset Management Company. Zij is ook lid van de Raad van Toezicht van Ahlström Invest.

Ronald Sijenaar

gaat aan de slag als Interim Financial Risk Manager bij bpfBOUW. Het gaat om een freelance-rol die hij vervult naast zijn vaste functie als Partner bij Probability & Partners. Hij is tevens Adviseur Risicomanagement bij Pensioenfonds Citigroup NL.

Tim Kruis

is begonnen als Head of Institutional Sales Netherlands bij Robeco. Hij komt over van Record Asset Management, waar hij Head of Institutional Advisory was. Tussen 2000 en 2009 werkte hij ook al bij Robeco.

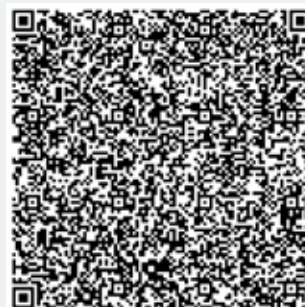
Karel Bunte

is Sleutelfunctiehouder Risicobeheer geworden bij Spf Wolters Kluwer Nederland. In het verleden heeft hij bij Dion Pensioen Services, Psf Rail & Openbaar Vervoer en Psf OWASE soortgelijke rollen vervuld.

Valentina Gasteovska

is aangesteld als Head of Sales & Business Management bij InsingerGilissen. Zij komt over van ABN AMRO MeesPierson, waar zij sinds 2013 werkzaam was. Daarvoor werkte zij 13 jaar bij ABN AMRO Bank.

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





DE NATUUR IS

VAN LEVENSBELANG

Natuurverlies en klimaatverandering
raken vandaag ál het leven op aarde.

En niet in de laatste plaats onszelf: mensen.

**WWF strijdt voor een aarde die leefbaar
blijft voor iedereen. Voor mens en dier.**

Waar ook ter wereld.

SLUIT JE AAN OP [WWF.NL](https://www.wwf.nl)



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

