

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

KLIMAAT- AKKOORDEN WERKEN NIET

Scott Barrett,
Columbia University

RONDE TAFEL FIDUCIAIR MANAGEMENT & LDI

Pensioenbestuurders en
fiduciair managers in gesprek

HOE ROBUUSTER DE ORGANISATIE, HOE BETER HET VERMOGENSBEHEER

Melinda Rook, KPMG



RONDE TAFEL
Beleggen in
Nederlandse
hypotheek



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

Meevallers voor de boeg?

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Menno Altena, Scott Barrett, Jeroen Beimer, Sofia Bernardini, Kjeld Boerendonk, Ronald Bruins, Felicia Canté, Ralph van Daalen, Emiel Deuling, Han Dieperink, Lilian ter Doest, Tim van Duren, Evalinde Eelens, Carolien van Eggermond, Tonko Gast, Harry Geels, Wim Groeneveld, Anja van Gurp, Tom van der Heijden, Carola Heijs, Evelien van Hilten, Lodewijk Hoekstra, Huub Ten Holter, Niels Horst, Leonique van Houwelingen, Thijs Jochems, Morris de Jong, Bernardo Korenberg, Marnix Koster, Bart Kuijpers, Andy Langenkamp, Kay Mennens, Cheozung Ngyamtsa, Sascha Noe, Judith Norbart-ten Hoor, Bas van Ooijen, Gianluca Oricchio, Michiel Pekelharing, Lodewijk van Pol, Erik Prakken, Pieter van Putten, Pim Rank, Melinda Rook, Bill Sacher, Roelof Salomons, Markus Schaen, Werner Schouten, Kevin Simons, Shaun Stevens, Bob van de Straat, Monique Sueters, Olivier Thieme Groen, Nikki Trip, Andres Vargas, Roberto Violi, Jesse van der Vliet, Wouter Weijand en Martijn Winkelhagen

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Kees Rijken Fotografie
 Peter Putters

BASISONTWERP

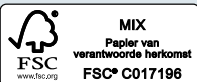
jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision



ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

De beurzen zijn het jaar goed van start gegaan. Over de eerste vijf weken van het jaar steeg de MSCI World Index maar liefst 7,5%. De voornaamste reden hiervoor was dat de markten steeds meer zijn gaan geloven in de 'monetary pivot' van de Fed, oftewel het weer losser worden van het monetaire beleid nu er weer sprake is van desinflatie.

De koersen van obligaties konden licht stijgen doordat het ook op het rentefront wat rustiger werd. Opvallend dit jaar is de verdere verzwakking van de dollar, die al in het vierde kwartaal van vorig jaar begon. De dollar werd de afgelopen jaren als veilige haven gezien, mede ook omdat de Fed eerder en agressiever de inflatie ging bestrijden. Maar nu ook in Europa en zelfs in Japan de rentes ophopen, zien we dat beleggers ook weer in andere, achtergebleven regio's in de wereld geïnteresseerd raken.



Hoe het jaar verder zal verlopen, zal afhangen van de winstrecessie, de winsten van bedrijven, vooral in de technologiesector, de economische recessie en de verdere ontwikkeling van de inflatiecijfers. De inflatiedoelen van 2% zijn nog altijd ver uit zicht en dat noopt centrale

banken ertoe streng beleid te blijven voeren, wat beleggers mogelijk niet op prijs zullen stellen. Wat betreft de economische recessie wordt ook wel gesproken van de meest voorspelde recessie ooit. Wellicht dat het daarom weleens mee kan vallen.

In deze editie kijken we onder andere naar beleggen in Nederlandse hypotheek. Het was het gespreksonderwerp van een van de Ronde Tafels. De andere Ronde Tafel ging over Fiduciair Management & LDI.

We besteden in dit nummer speciale aandacht aan de young professionals in onze sector. Zij hebben duidelijke meningen over de rol van institutionele beleggers bij het tegengaan van klimaatverandering. Hoewel ze het niet allemaal eens zijn over de aanpak, is er wel de verbazing dat er binnen de financiële sector nog vaak gedacht wordt dat duurzaam beleggen ten koste gaat van rendement. Waarom is er niet meer aandacht voor échte impact?

In het coververhaal legt young professional Melinda Rook, Director Asset Management & Pensions bij KPMG, uit waarom vermogensbeheer veel meer is dan het goed inrichten van je portefeuille. 'De inrichting van een organisatie kan ontzettend veel bijdragen aan de wijze waarop je idealiter belegt', weet Rook. 'De wijze waarop de vermogensbeheerorganisaties zijn ingericht, doet er dus toe! Daar moeten we heel veel focus op leggen.' Twee grote thema's die in haar functie spelen, zijn digitalisering van vermogensbeheerprocessen en duurzaamheid. Dat laatste is voor haar 'een van de belangrijkste pijlers om de samenstelling van de beleggingsportefeuille op te grondvesten.'

Duurzaamheid en vastgoed kunnen trouwens ook prima samengaan, zo blijkt uit een aantal andere stukken. Verder ruime aandacht voor private markets en de kijk van onze deskundige columnisten.

En last but not least: mag ik iedereen die aan ons lezersonderzoek heeft meegewerkt bedanken? Door uw medewerking hebben wij een mooi bedrag aan KiKa kunnen doneren waarover meer verderop in deze editie.

Ik wens u veel leesplezier.

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar 'Biodiversity & Energy Transition'
 18 april 2023
 12:00 - 17:30 uur
 Deloitte,
 Maastoren, Rotterdam

Meer informatie:
financialinvestigator.nl/seminar-18-04-2023

10

Hoe robuuster de organisatie, hoe beter het vermogensbeheer



COVERVERHAAL

10 Hoe robuuster de organisatie, hoe beter het vermogensbeheer, Interview met Melinda Rook, KPMG

THEMA YOUNG PROFESSIONALS

14 Het verschil tussen private en publieke markten zit vooral in de implementatie, Interview met Marnix Koster, PGB Pensioendiensten

70 Young professionals over de rol van institutionele beleggers bij het tegengaan van klimaatverandering

THEMA FIDUCIAIR MANAGEMENT & LDI

18 Ronde Tafel Fiduciair Management & LDI

THEMA BELEGGEN IN NEDERLANDSE HYPOTHEKEN

38 Ronde Tafel Beleggen in Nederlandse hypotheke

48 DRMI: de nieuwe index voor beleggers in Nederlandse hypotheke, Interview met Kevin Simons, AF Advisors, Kjeld Boerendonk en Tom van der Heijden, Allianz

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Klimaatakkoorden werken niet, Interview met Scott Barrett, Columbia University

28 Groeiende waarderingskloof tussen duurzaam en niet-duurzaam vastgoed biedt kansen, Interview met Jeroen Beimer en Bernardo Korenberg, Bouwinvest

32 Batterijen, de sleutel tot de energietransitie, UBS Asset Management

34 Vastgoed en de SFDR: aandachtspunten voor Principle Adverse Impacts, ASR Real Assets Investment Partners

36 De liquiditeit van beursgenoteerd vastgoed, Shaun Stevens

52 Can you 'have your cake and eat it too' in private debt?, Muzinich & Co

54 Household loans: geen correlatie, hoge yield, lage volatiliteit, Interview met Tonko Gast, Dynamic Credit (onderdeel van BNP Paribas Asset Management)

58 Paneldiscussie 'Beleggen in Private Markets'

62 Private credit enters potentially attractive vintage era, Adams Street Partners

14

Het verschil tussen private en publieke markten zit vooral in de implementatie



18

Ronde Tafel Fiduciair Management & LDI



S Gesponsord

64 Van groei naar bloei met impact accounting,
Impact Economy Foundation

66 Duurzame metrics voor sociale impact in microfinance, Interview met Sofia Bernardini, Triple Jump, en Sascha Noé, ASN Impact Investors

68 Van groen gebouw naar groen gebied,
NL Greenlabel

COLUMNS

27 Thijs Jochems: Kaag's Wwft: onrechtvaardig, onuitvoerbaar en niet te handhaven

31 CFA Society Netherlands: Financial literacy moet beter

47 IVBN: Handen ineen tegen ondermijning

51 Han Dieperink: De noodzaak van beleggen in China

57 Andy Langenkamp: Onophoudelijk oorlog?

78 Pim Rank: De publieke digitale euro: winst voor de ECB, banken op verlies

RUBRIEKEN

4 Kort nieuws

76 Boeken

79 On the move special:
Leonique van Houwelingen

80 On the move kort

EVENTS KALENDER

Events komende periode:

7 maart 2023: Lunch Webinar Discussie 'Investing in Energy Transition Infrastructure'

20 maart 2023: Pensioenseminar 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel'

23 maart 2023: Lunch Webinar Discussie 'Climate Transition Credits'

13 april 2023: Lunch Webinar Discussie 'Sustainable Credits'

18 april 2023: Seminar 'Biodiversity & Energy Transition'

Ronde Tafels komende periode:

9 maart 2023: Ronde Tafel 'Infrastructure & Real Estate Debt'

11 april 2023: Ronde Tafel 'From Fossil Fuels to Renewable Energy'

11 april 2023: Ronde Tafel 'Emerging Market Debt'



Paneldiscussie 'Beleggen in Private Markets'

58



70

Young professionals over de rol van institutionele beleggers bij het tegengaan van klimaatverandering



Ronde Tafel Beleggen in Nederlandse hypotheke

38

TIKEHAU CAPITAL:

Resilience instead of efficiency will enable Europe to lead the energy transition

'The global economy is moving into a phase where the quest for resilience will be more important than the quest for efficiency. This means weaker growth and de-globalisation, less streamlining and reduced use of financial leverage,' Thomas Friedberger, Deputy CEO of Tikehau Capital, commented in a recent interview with WanSquare, a French digital media publication.



Friedberger reflected on deteriorating international trade within its geopolitical context. 'If we take a wider view, no longer just considering short-term profits, less trade is not necessarily bad news for our planet. This is because the last three decades – during which companies have sought infinite growth by focusing on efficiency over resilience – have had a negative impact in terms

of biodiversity and the climate, greater inequality, and financial bubbles through poor allocation of capital. We can clearly see that this system is a dead-end in climate, social and even financial terms. The renewed focus on resilience instead of efficiency, symbolised by the decline in international trade, is creating the opportunity to move towards a situa-

tion where growth, although weaker, is more sustainable.'

He added: 'Europe is an importer of energy, but a leader in the energy transition as well. Its vulnerability will turn into a strength in a few years' time, if savings can be channelled towards the energy transition in an effective way.'

DE PRIORITEITEN VAN

Jesse van der Vliet

- 1 Door de overstap naar een nieuw pensioenstelsel ligt er de komende jaren veel werk. Ik ben adviseur van een pensioenfondsbestuur in een heel interessante tijd. Om mijn rol goed te kunnen vervullen, is op de hoogte blijven van wettelijke ontwikkelingen cruciaal.
- 2 Binnen de pensioenwereld liggen diverse kansen op het gebied van innovatie. Ik verwacht dat we pensioen met techno-

logie eenvoudiger, beter uitlegbaar en interessanter kunnen maken voor deelnemers.

- 3 Als aspirant pensioenfondsbestuurder is het belangrijk om alle ins en outs van het bestuursvak te leren kennen. Naast inhoudelijke kennis is evenwichtige belangenafweging essentieel. Hiervoor volg ik het traject van PensioenLab in samenwerking met Nyenrode SPO.



Jesse van der Vliet werkt sinds september 2022 in het team Bestuursadvies van Achmea Pensioenservices. Dit team ondersteunt de bestuurlijke besluitvorming van pensioenfondsen en beschikt over aanzienlijke kennis van alle pensioengerelateerde vakgebieden, speciaal van governance. Daarnaast wordt Van der Vliet opgeleid tot Pensioenfondsbestuurder via het traject van PensioenLab in samenwerking met Nyenrode SPO.

DELA investeert 100 miljoen in zorgvastgoed via Syntrus Achmea

Coöperatie DELA treedt met 100 miljoen euro toe tot het Achmea Dutch Health Care Property Fund van Syntrus Achmea Real Estate & Finance.

Het zorgvastgoedfonds gaat het mandaat gebruiken voor nieuwe beleggingen in woon-zorgcomplexen, waarbij naast een passend financieel rendement een hoog maatschappelijk rendement wordt nagestreefd.

AON:

313 miljard dollar schade in 2022 door natuurrampen

De economische schade als gevolg van de klimaatverandering en natuurrampen bedroeg volgens Aon in 2022 wereldwijd \$ 313 miljard. Met \$ 50 miljard was de schade in Europa hoger dan het historisch gemiddelde sinds 2000. Bijna 36% van de economische schade in Europa werd gedekt door verzekeraars. Dat stelt het rapport '2023 Weather, Climate and Catastrophe Insight' van Aon.

Nederland ging vooral gebukt onder enkele krachtige stormen. 'We zien steeds vaker de vraag om alle risico's te becijferen en te kwantificeren. In het verleden lag de focus alleen op storm, maar nu is er juist ook aandacht voor de secundaire risico's en de toekomstige ontwikkeling,' aldus Arno Gabriël, Managing Director Capital and Risk bij Aon's Reinsurance Solutions. 'Wat is de schade nu, maar vooral ook wat is de verwachte schade in 2030, 2050 en 2070? Wat is de impact op de economische schade als de gemiddelde temperatuur met twee graden Celsius stijgt?'

NATIXIS IM:

Risico op diepe recessie in VS en Europa voorbij, kerninflatie blijft hoog

De VS en Europa ontlopen een diepe recessie dankzij sterke buffers, zoals nog steeds aanwezige spaaroverschotten en begrotingssteun, vooral in Europa. Volgens strategen Mabrouk Chetouane en Nicolas Malagardis van Natixis Investment Managers daalt de nominale inflatie in de VS en de eurozone, maar zal de kerninflatie wel hoog blijven.

Deze kerninflatie zal een negatief effect hebben op bedrijfswinsten en de koopkracht van huishoudens. Bedrijven moeten echter in staat zijn de marges te beschermen door de prijzen te verhogen, hetgeen leidt tot een uiteindelijke vorm van zichzelf in stand houdende inflatie.

De wereldwijde economische activiteit zal in 2023 aanzienlijk afnemen, maar niet instorten, zo verwachten Chetouane en Malagardis. China zal met het afschaffen van diens strenge Covid-beleid een extra rugwind vormen voor de mondiale vraag, maar kan door een hogere vraag naar energie en grondstoffen de inflatie stuwten.

Wat betreft monetair beleid verwachten de strategen dat centrale banken pas zullen stoppen met verkrappen na het einde van het eerste kwartaal. 'De obligatiemarktvolatiliteit, die historisch hoog blijft, zou daarna moeten normaliseren en een daling van de lange rentes teweegbrengen. Met name in de VS kiezen wij daarom voor obligaties met een langere looptijd,' aldus Chetouane.

Hoewel de vermogensbeheerder de duration in gediversifieerde portefeuilles dus verhoogt, blijft zij onderwogen in Europese kortlopende staatsobligaties. 'Investment grade-markten bieden wel kansen omdat de groei naar verwachting niet zo zal afzakken als eerder verwacht. High yield blijft relatief gezien echter minder aantrekkelijk, omdat het risico dat de wanbetalingspercentages toenemen, niet opweegt tegen de huidige rendementen,' waarschuwt Malagardis.

Resultaten lezersonderzoek Financial Investigator magazine

Maar liefst 264 professionals uit de sector deden in december mee aan ons lezersonderzoek. Uit dat onderzoek blijkt dat u over het algemeen heel positief bent over het magazine en de website. U treft de highlights van het onderzoek aan op pagina 9 van dit magazine. We ontvingen veel goede suggesties waarmee we het magazine, de website en de nieuwsbrieven nog aantrekkelijker kunnen maken.



Onder de respondenten is een noise cancelling koptelefoon verlost. Die is gewonnen door Nick Hurkmans, Associate bij Roodhals Capital.

Daarnaast is voor elk ingevuld vragenformulier € 25 overgemaakt naar KiKa, de stichting die zich inzet voor onderzoek naar kinderkanker. Dit heeft geresulteerd in een donatie van € 6.650. We danken alle respondenten hartelijk voor hun medewerking aan het lezersonderzoek en daarmee voor hun steun aan KiKa.

Pensioenfondsen PMT en PME investeren nogmaals € 150 miljoen in start- en scale-ups

PMT en PME investeren beiden € 75 miljoen in het derde fonds van Innovation Industries dat investeert in Nederlandse snelgroeiende technologiebedrijven die oplossingen bieden voor de grote uitdagingen van deze tijd. In de eerste financieringsronde is € 200 miljoen opgehaald bij PMT en PME, Rabo Investments, de Brabantse Ontwikkelings Maatschappij (BOM), onderzoeksorganisatie TNO en tal van private investeerders. De verwachting is dat het fonds in totaal € 300 tot € 400 miljoen ophaalt. Het nieuwe fonds gaat op zoek naar ongeveer 15 deeptech startups en scale-ups die moeten uitgroeien tot internationale winnaars in hun sectoren. Naast een marktconform rendement, willen de investeerders achter het fonds ook bijdragen aan het creëren van toekomstbestendige banen in onder meer de technieksector en het oplossen van maatschappelijke vraagstukken.

Klimaatakkorden werken niet

De energietransitie gaat niet snel genoeg. In plaats van stroperige discussies op klimaatconferenties moet er daarom vaart worden gemaakt met innovatie. En er moeten handelsakkoorden komen, waarbij landen die niet meewerken aan het bereiken van net zero CO₂-uitstoot genadeloos worden gestraft.

Door Joost van Mierlo

De Amerikaanse econoom Scott Barrett is een professioneel leven lang 'geobsedeerd', zoals hij het zelf noemt, door de discussie rondom klimaatverandering. Het was het onderwerp van zijn doctoraalscriptie die hij eind jaren tachtig schreef, toen hij aan de London School of Economics doceerde.

Nu is hij daar voor een jaar terug als 'visiting professor'. Hij gebruikt zijn tijd om aandacht te vragen voor een nieuwe benadering van het klimaatprobleem. Tijdens een openbaar college maakte Barrett duidelijk dat de transitie richting net zero CO₂-uitstoot nooit bereikt zal worden als landen individuele doelstellingen blijven formuleren.

Barrett: 'Al sinds de eerste klimaatconferenties hebben landen beloofd de CO₂-uitstoot per land te verminderen. Hoewel de urgentie om dat ook daadwerkelijk te doen in de afgelopen decennia aanzienlijk is toegenomen, hebben de beloftes niet geresulteerd in een daadwerkelijke vermindering van de CO₂-uitstoot. De eerste klimaatakkorden werden rond 1990 getekend. Maar als je naar grafieken van de uitstoot kijkt, dan is er geen sprake van een duidelijke breuk. Ik begrijp dat grafieken kunnen bedriegen. Het is heel goed mogelijk dat de uitstoot zonder de akkoorden nog veel sneller zou zijn gestegen. Maar het wijst in ieder geval niet op een succesvolle poging om een net zero CO₂-uitstoot te bereiken.

Ik heb altijd al gedacht dat de huidige benadering om de klimaatverandering tegen te gaan, niet deugde. Ik zeg niet dat een benadering waarin landen zich conformeren aan een beperking van de uitstoot niet kan werken. Maar het gaat gewoonweg niet snel genoeg.

Neem het voorbeeld van de zeer geavanceerde CO₂-belasting in British Columbia, een provincie in Canada. Het was een goed initiatief, maar volgens recente gegevens heeft deze de CO₂-uitstoot met slechts 4% verminderd. Het is niet niets, maar het helpt ons niet echt richting net zero.

Zelfs wanneer kleine groepen landen samenwerken, is er slechts sprake van geringe winst. Mensen geven hoog op van het Europese emissiehandelssysteem, en het is ook een lofwaardig initiatief, maar het resultaat is dat het de CO₂-uitstoot met slechts 3,88% vermindert. Dat is simpelweg onvoldoende.

Het grote probleem is dat het om een lokale benadering gaat, terwijl de klimaatverandering een wereldwijd probleem is. Landen hebben iets van voordeel als ze zelf emissies verminderen, maar het grootste voordeel dat ze behalen is wanneer andere landen massaal overschakelen naar nieuwe energie, terwijl ze zelf, misschien stiekem, niets doen. Het is een welbekend probleem binnen de economische wetenschap, dat we het prisoner's dilemma noemen. Bij alle klimaatakkorden die er de afgelopen jaren zijn gesloten, is dit probleem nooit afdoende opgelost.

Ik zeg nooit. Maar er is één akkoord dat wel succesvol is geweest. Met het verdrag van Montreal van 1987 werd besloten om het gebruik van chemische middelen en gassen die de ozonlaag aantastten, te verbieden. Dat verdrag is een fantastisch succes gebleken. Het heeft ervoor gezorgd dat deze middelen inmiddels niet meer worden gebruikt en dat de ozonlaag is hersteld.

Ik begrijp dat mensen zeggen dat dit niets met klimaatverandering te maken heeft. Maar dat is niet helemaal waar.

Scott Barrett

Scott Barrett is Hoogleraar Natural Resource Economics aan Columbia University in New York. Van 2022 tot 2025 is hij als Centennial Professor verbonden aan de London School of Economics. Barrett is een van de meest toonaangevende economen als het gaat om Klimaatverandering en de Energietransitie. In twee boeken, Environment & Statecraft (2003) en Why Cooperate (2007), hamert Barrett op het belang van internationale samenwerking. Barrett studeerde Economie aan de University of British Columbia in Vancouver, Canada, en behaalde in 1989 zijn doctoraal aan de London School of Economics.



Hoewel de doelstelling was om de ozonlaag te beschermen, heeft het ook gezorgd voor een verminderde uitstoot van CO₂. Het was een onbedoeld maar welkom neveneffect. Volgens wetenschappers die dit onderzochten, heeft het verdrag de uitstoot van CO₂ met 8% verminderd. Men blijft maar spreken over CO₂-belastingen, terwijl het verdrag van Montreal nooit wordt genoemd.

Het geheim van het Verdrag van Montreal was de clause waarmee landen die zich verplichtten zich aan het verdrag te houden, weigerden om te handelen met landen die zich niet aan het verdrag hielden. Hiermee werd het free riding-probleem opgelost. Het was een hele effectieve en vernuftige constructie. Het is onbegrijpelijk dat deze niet vaker wordt gebruikt.

Een ander levensgrote weeffout in de klimaatakkoorden is dat ze gericht zijn op landen en niet op sectoren. Sectoren worden gezien als de veroorzakers van de problemen, maar er wordt onvoldoende rekening gehouden met het feit dat ze ook voor de oplossingen kunnen en feitelijk moeten zorgen.

In plaats van te hameren op het verminderen van de uitstoot, moet er meer aandacht komen voor het stimuleren van innovatie. Want de oplossingen die de wereld werkelijk veranderen, en die de energietransitie richting een net zero-omgeving mogelijk maken, zijn alleen mogelijk met transformerende innovatie.

Er is natuurlijk al veel gebeurd op dit gebied. Neem zonnepanelen. De kosten om

een megawatt aan elektriciteit te produceren zijn de afgelopen decennia stelselmatig gedaald, waardoor het nu de goedkoopste vorm van energieopwekking is. Daarbij speelt niet alleen innovatie een rol. Er zijn immers ook schaalvoordelen. Maar Research & Development wordt verantwoordelijk geacht voor 60% van de verbeterde capaciteit.

Er blijft natuurlijk een probleem met de opslag van die capaciteit. Hoewel er nog veel moet verbeteren, zijn accu's op dit moment duizendmaal effectiever dan begin jaren negentig. Ook hier is dat vooral te danken aan R&D.

Overheden zouden meer moeten doen om deze innovatie te stimuleren. Dit kan via subsidies, maar het is veel belangrijker om een omgeving te creëren waarbij bedrijven gedwongen worden te innoveren.

Dat is heel goed mogelijk. Iedereen is negatief over oliemaatschappijen, maar ze zijn vrij snel geweest met het uitbannen van loodhoudende benzine. Loodvrije benzine was aanvankelijk duurder, maar omdat de gevolgen van het gebruik van lood in benzine zo evident schadelijk waren,

kwam er een snelle omslag waarin de sector het gebruik van loodvrije benzine stimuleerde. Binnen de kortste keren was het goedkoper dan loodhoudende benzine, waardoor mensen een dief van hun eigen portemonnee werden als ze niet omschakelden.

De verlichtingsindustrie is een nog beter voorbeeld. Tal van landen maakten vanaf 2005 duidelijk dat er een einde zou komen aan de energieslurpende gloei- >

‘Het geheim van het Verdrag van Montreal was de clause, waarmee landen die zich verplichtten zich aan het verdrag te houden, weigerden om te handelen met landen die zich niet aan het verdrag hielden.’

‘In plaats van te hameren op het verminderen van de uitstoot, moet er meer aandacht komen voor het stimuleren van innovatie.’

lamp. De sector heeft fantasistisch gereageerd op deze uitdaging. Aanvankelijk

werd er nog gekeken naar halogeenlampen en andere energiebesparende lampen, maar geleidelijk is duidelijk geworden dat de LED-technologie superieur is. Veel mensen klagen omdat de lampen duur zijn in aanschaf, maar als naar de kosten over de hele levensduur wordt gekeken, zijn de nieuwe LED-lampen veel beter dan de oude gloeilampen. Dat heeft deels met de langere levensduur te maken en deels met hogere energieprijzen.

Het mooie is dat de transformatie niet gepaard is gegaan met een wezenlijke herschikking van de sector. De kampioenen van de gloeilamp zijn nu de kampioenen van de LED-lamp. Je vraagt je af waarom iets vergelijkbaars niet mogelijk is in de oliesector. Waarom zijn de Exxon en de Mobil van deze wereld niet de nieuwe kampioenen op het gebied van zonne-energie?

Overheden kunnen dat stimuleren. Ik kom regelmatig in Noorwegen. Daar zijn de subsidies voor elektrische wagens dusdanig dat het voor vrijwel iedereen mogelijk is om een dergelijke auto te rijden.

Ik snap dat Noorwegen een rijk land is en dat niet iedereen zich dit kan veroorloven, maar waar het om gaat is dat overheden beleid moeten samenstellen waarbij een gewenste situatie, zoals de transformatie van auto's met brandstofmotoren naar elektrische wagens, actief wordt gestimuleerd.

In de Verenigde Staten helpt de Inflation Reduction Act van president Joe Biden. Het zorgt voor tal van stimuleringen voor de productie en de aanschaf van elektrische wagens. Het lijkt te werken. Het bezit van elektrische auto's is het afgelopen jaar verdubbeld. Het is gestegen van 4% naar 8%. Dat is natuurlijk niet genoeg, maar met een vergelijkbare groei in de komende jaren kan er sprake zijn van een ware transformatie.

Het gaat erom een omslagpunt te bereiken. Dan kan het snel gaan. Op dit moment is het opladen van elektrische wagens nog een probleem, maar zodra de markt een kritische massa bereikt, zal blijken dat veel traditionele tankstations ineens vooral elektriciteit gaan leveren. En dan wordt het al snel lastig om de benodigde reparaties te verrichten, omdat garages

niet meer beschikken over de juiste onderdelen.

Het gaat hier om beleid dat iedere overheid zelf kan regelen, zoals het voorbeeld van Noorwegen aantoont. Maar er is pas écht een wereldwijde oplossing als we situaties creëren zoals die met het Verdrag van Montreal, het uitbannen van loodhoudende brandstoffen of de traditionele gloeilamp.

Het is mogelijk om internationale verdragen op te stellen die vergelijkbaar zijn met het Verdrag van Montreal, waarbij niet-deelnemende landen hard worden gestraft. Het is echter lastig om landen daarmee akkoord te laten gaan, zeker in een wereld waarin internationale samenwerking niet de hoogste prioriteit lijkt te hebben.

Er zijn evenwel andere mogelijkheden voorhanden. Het moet de doelstelling zijn om te voorkomen dat landen of sectoren geconfronteerd worden met het prisoner's dilemma, waarbij het aantrekkelijker is om niets te doen zolang men niet zeker weet wat de ander doet.

Ikzelf denk dat er een elegante formulering kan worden gevonden waarbij landen zich niet aan een verdrag hoeven te conformeren, als dit verdrag niet door zo veel landen is getekend dat iedereen voordeel heeft bij de gezamenlijk opgelegde beperkingen.

Het kan werken. In alle jaren waarin ik me met dit onderwerp bezighoud, word ik geconfronteerd met een niet aflatend idealisme, dat ervoor zorgt dat ik op zoek blijf naar mogelijke oplossingen. Maar tegelijkertijd is er het realisme van de wetenschapper, dat voor scepsis zorgt. Het internationale politieke klimaat maakt het ondertekenen van internationale verdragen lastiger.

Het is echter niet onmogelijk. Iedereen spreekt over de enorme politieke verdeeldheid in de Verenigde Staten en ik zal die niet ontkennen. Maar afgelopen herfst werd een amendement op het Verdrag van Montreal, de zogeheten Kigali Agreement, met een ruime meerderheid in de Senaat aangenomen. Dit beperkt de uitstoot van fluorkoolwater-

stoffen en is een belangrijke overeenkomst. Zelfs de toenmalige Republikeinse leider Mitch McConnell ging akkoord. Toch sprak niemand erover, want 'goed nieuws is geen nieuws'. Maar het was wel degelijk goed én nieuw. ■

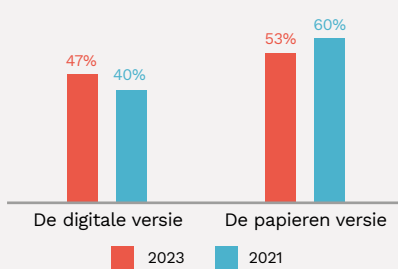
‘Een levensgrote weeffout in de klimaatakkoorden is dat ze gericht zijn op landen en niet op sectoren.’

Resultaten lezersonderzoek 2023

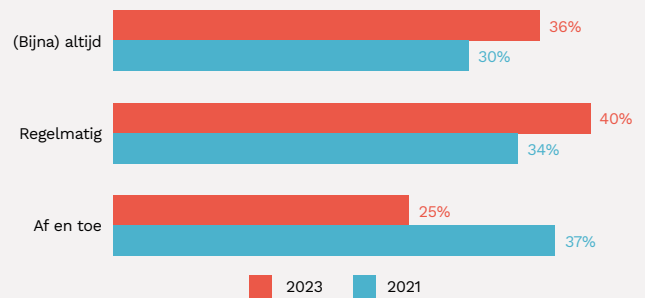
Afgelopen december nodigden we onze lezers uit om mee te doen aan een online lezersonderzoek. We ontvingen veel positieve reacties en goede suggesties om ons magazine, de website en de nieuwsbrieven verder te ontwikkelen.

Veel vragen waren dezelfde als in 2021. We kunnen de resultaten daarom goed naast elkaar leggen, met enkele opvallende conclusies.

FIGUUR 1: LEEST U (MEESTAL) DE PAPIEREN OF DE DIGITALE VERSIE?

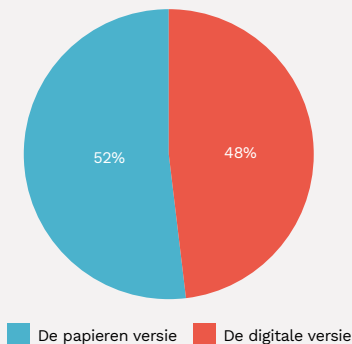


FIGUUR 2: HOE VAAK LEEST U FINANCIAL INVESTIGATOR MAGAZINE?



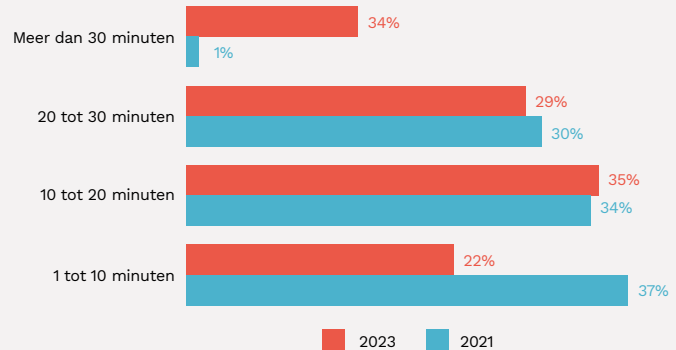
Conclusie: Onze lezers zijn Financial Investigator vaker gaan lezen dan in 2021.

FIGUUR 3: WAAR GAAT UW VOORKEUR NAAR UIT?



Conclusie: Onze lezers zijn Financial Investigator vaker online gaan lezen dan in 2021, maar prefereren nog steeds de papieren versie van het magazine.

FIGUUR 4: HOEVEEL MINUTEN BESTEEDT U AAN HET LEZEN VAN HET MAGAZINE?

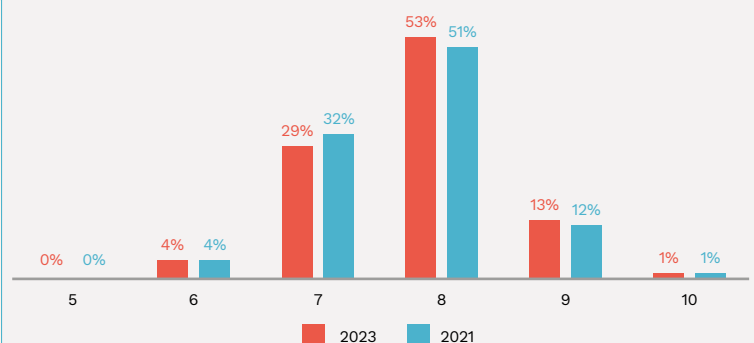


Conclusie: Onze lezers nemen langer de tijd om Financial Investigator te lezen dan in 2021.

FIGUUR 5: WELKE ARTIKELN WAARDEERT U HET MEEST?

TYPE ARTIKELN	2023	2021
Vakinhoudelijke artikelen	62%	56%
Interviews met beleggings-specialisten	57%	54%
Verslagen van Ronde Tafels	48%	51%
Interviews met economen	44%	43%
Interviews met pensioenfonds-bestuurders	39%	41%

FIGUUR 6: WELK RAPPORTCIJFER GEEFT U HET MAGAZINE?



Conclusie: Onze lezers geven Financial Investigator een iets hogere waardering dan in 2021.



Hoe robuuster de organisatie, hoe beter het vermogensbeheer

Je kunt je portefeuille nog zo strategisch inrichten, als de juiste vaardigheden en capaciteiten niet aanwezig zijn, of als de data, de software en de processen binnen de organisatie niet op orde zijn, doe je de pensioendeelnemer op de lange termijn tekort.

Financial Investigator sprak met Melinda Rook,
Director Asset Management & Pensions bij KPMG.

Door *Lies van Rijssen* Fotografie *Kees Rijken*

‘Dat ik al jong belangstelling had voor bestuurlijke rollen komt voort uit mijn gedrevenheid om me in te zetten voor het belang van pensioendeelnemers en uit een sterke interesse in het vak. In de economie in het algemeen, in financiële markten en natuurlijk in vermogensbeheer.

Na mijn opleiding aan de Erasmus Universiteit ben ik gestart als obligatiehandelaar. Aansluitend heb ik de stap gemaakt naar PGGM, een grote vermogensbeheerder, waar ik als Risk Manager aan de slag kon. Vervolgens werd ik daar Senior Client Portfolio Manager. Na zeven jaar bij PGGM kwam ik bij KPMG terecht, waar ik nu Adviseur ben voor de vermogensbeheerindustrie.

De manier waarop vermogens in Nederland worden beheerd, heeft grote invloed op de maatschappij. Vers van de universiteit had ik niet in de gaten hoe enorm de impact van vermogensbeheer op de samenleving is. Nederland is natuurlijk een groot ‘pensioenland’ en daarmee ook een groot ‘vermogensbeheerland’. De wereld van de financiële markten is op zichzelf al

bijzonder en interessant, maar het houdt mij nog veel meer bezig welke positieve impact we vanuit die wereld voor de samenleving kunnen hebben.

De inrichting van een organisatie kan ontzettend veel bijdragen aan de wijze waarop je idealiter belegt. Als we operationele fouten zo veel mogelijk verminderen, zorgen we tegelijkertijd dat we kosten verlagen en minder geld verliezen. Om het simpel te zeggen: dat draagt bij aan een hoger rendement voor pensioendeelnemers. Pensioen heeft een belangrijke maatschappelijke functie in Nederland. De wijze waarop de vermogensbeheerorganisaties zijn ingericht, doet er dus toe! Daar moeten we heel veel focus op leggen.

Doordat ik inmiddels op verschillende plekken in de vermogensbeheersector aan het werk ben geweest, heb ik vanuit verschillende invalshoeken ervaringen kunnen opdoen. Ik merk dat die ervaringen elkaar versterken.

Ik zou me in de toekomst, gebruikmakend van mijn kennis en ervaring, nog meer willen inzetten om >

‘Pensioen heeft een belangrijke maatschappelijke functie in Nederland. De wijze waarop de vermogensbeheerorganisaties zijn ingericht, doet er dus toe!’

‘Nederland is natuurlijk een groot ‘pensioenland’ en daarmee ook een groot ‘vermogensbeheerland’

te bouwen aan een robuustere vermogens-beheersector. Mijn visie is dat hoe robuuster we organisaties inrichten, hoe beter we een effectief vermogensbeheer voor pensioendeelnemers tot stand kunnen brengen. Het gaat daarbij niet alleen om meer financieel rendement. Het gaat zeker ook om een duurzaam, verantwoord rendement.

In mijn werk spelen momenteel twee grote thema's. Digitalisering is daar in mijn huidige rol één van. Het is een heel groot en belangrijk thema. Mijn focus ligt momenteel sterk op het digitaliseren van vermogensbeheerprocessen, op de vaardigheden en capaciteiten die de organisatie nodig heeft, op de wijze waarop de organisatie idealiter zou moeten werken en op hoe je de organisatie klaar kan maken voor de toekomst.

Duurzaamheid is het andere thema waar ik aandacht aan geef. De sector moet in alle opzichten verduurzamen, ook in de integratie van de bedrijfsvoering rond het vermogensbeheer. Duurzaamheid is een van de belangrijkste pijlers om de samenstelling van de beleggingsportefeuille op te grondvesten. In combinatie met digitalisering betekent dat nogal wat voor de data en de software die je nodig hebt. En daarmee ook voor de vaardigheden en capaciteiten van de mensen die je in huis moet hebben. Want als je een goede duurzame portefeuille opbouwt, maar de data liggen overal en nergens, de software is niet toereikend of processen zijn niet goed uitgewerkt, dan loop je als organisatie risico op het maken van fouten.

Duurzaamheid spreekt mij als persoon ook zeer aan. Ik probeer duurzaamheid zo veel mogelijk te integreren in mijn leven en dat houdt niet op bij elektrisch rijden. Een paar jaar geleden ben ik plantaardig gaan eten. Ik heb die switch echt vanuit duurzaamheidsoverwegingen gemaakt. In het begin

was dat ingewikkeld, een zoektocht. De tussenstap naar het vegetarisme heb ik overgeslagen. Ik heb

echt moeten uitvinden wat veganisme allemaal inhield. Het was natuurlijk ook spannend wat mijn gezinsleden ervan zouden vinden. Omdat ik meestal voor ze kook, moet ik zorgen dat iedereen wel alles binnenkrijgt wat nodig is. Dat gaat nu goed.

Ik ben overigens niet activistisch. Ik vind dat het een eigen keuze moet zijn. We hebben er thuis een weg in gevonden met elkaar. Voor mijn man en kinderen komt er soms nog vlees op tafel. Ik ondervind van mijn keuze zeker gezondheidsvoordelen en alles wat ik erover heb gelezen, maakt mij steeds sterker in mijn overtuiging. Maar door er relaxt mee om te gaan, heb ik het idee dat anderen het ook kunnen accepteren.

Het belang van diversiteit zie ik steeds meer op de voorgrond treden. Ik geloof niet dat één bepaalde aanpak of één profiel binnen een team zaligmakend is. Een van de grootste valkuilen als je gaat werven, is dat je op zoek gaat naar klonen van jezelf. Dan organiseer je dat je geen tegengas krijgt. Dat leidt niet tot betere besluiten. Enige oppositie is altijd goed.

Inclusiviteit is in mijn werk erg belangrijk. Het is belangrijk om te zien wat mensen kunnen toevoegen aan een team. Welke invalshoek, ervaring en kennis zij meebrengen. Het betekent ook weleens dat ik me flink moet verdiepen in de ander om te begrijpen waar een standpunt of bepaald gedrag vandaan komt. Dat kan ingewikkeld zijn, maar hoort er gewoon bij.

Sinds corona werken we anders samen. Er is een pre-coronatijd, een coronatijd en een tijd van 'leven met'. Veel samenwerking organiseren we nu hybride of online. Veel mensen zijn helemaal gewend aan de vrijheid om

‘Misschien is de jonge generatie wel veel slimmer, omdat ze van het begin af aan besloten hebben niet mee te doen met de ratrace.’



CV

Melinda Rook

Melinda Rook begon haar loopbaan als Obligatiehendelaar bij een fixed income broker. Daarna volgden zeven jaar bij PGGM, eerst als Risk Manager en later als Senior Client Portfolio Manager. In 2017 stapte ze over naar KPMG en werd ze daar Manager bij Asset Management Advisory. Sinds oktober 2022 is ze Director Asset Management & Pensions. Rook is tevens Voorzitter van CFA Society Netherlands.

of online of fysiek deel te nemen aan een overleg en op eigen voorkeurstijden te werken. In ons team proberen we iedereen zo veel mogelijk vrijheid te geven. Natuurlijk hebben we ook klantafspraken en moeten we met elkaar goed regelen wie wanneer waar werkt. Maar of iemand nu op een werkdag om tien uur 's ochtends gaat hardlopen of om vier uur 's middags naar de kapper gaat, maakt mij niet uit. Als het werk maar gebeurt. Ik denk dat deze werkwijze goed in de huidige tijdgeest past.

Ik zie dat de generatie die net van de universiteit komt anders in het leven staat dan mijn generatie. Twintigers zijn veel meer dan de generaties vóór hen bezig met hun werk-privébalans. Ik heb het niet over vrijheid-blijheid, want de werkwijze moet wel passen binnen klant- en teamafspraken. Maar laat mensen binnen die structuur, die kaders, vooral in vrijheid hun eigen schema's maken.

Uiteindelijk groeien we allemaal op in onze eigen tijdgeest en vinden we dát de waarheid. Ik vond het indertijd best logisch om veel vlees te eten. De balans tussen werk en privé? Dat zag ik als een concept. Maar er komen weer nieuwe generaties met nieuwe inzichten. Misschien zijn zij wel veel slimmer dan de mensen van mijn generatie, omdat ze van het begin af aan hebben besloten niet mee te doen met de ratrace. In de huidige tijd waarin we zo veel slimme technologie voor ons kunnen laten werken, is dat toch ook helemaal niet meer nodig.

De belangrijkste uitdaging in deze levensfase is voor mij het combineren van gezin, werk en nevenfuncties en toch ook nog zorgen voor wat sociale gezelligheid. Het besef dat ik soms keuzes moet maken, helpt mij. Plus de acceptatie dat bij die keuzes soms ook dingen horen die niet leuk zijn. Ze is nu alweer acht, maar toen mijn dochtertje tien maanden was, ben ik een part-time MBA gaan doen naast mijn fulltimebaan. Dat

betekende dat ik op vrijdagavonden en zaterdagen twee jaar lang terug de schoolbanken in ging. Dat was niet altijd makkelijk, maar ik zou het zo weer doen. En er wéér last van hebben.

Mijn man heeft me hierin altijd volledige support gegeven. Dat probeer ik andersom uiteraard ook. Samen vinden we steeds een goede balans. Van tijd tot tijd moeten we die wel opnieuw vinden. Soms is dat lastig, zeker als er onverwachte dingen gebeuren waardoor het leven tijdelijk op zijn kop komt te staan. Een goede planning helpt. Dat geldt thuis, maar ook op het werk met het team en voor de verschillende klanten. Vervolgens moet je wel de discipline opbrengen om je planning na te komen of aan te passen als dat nodig is. Ook dat is niet altijd gemakkelijk. Maar wel belangrijk.

Wat mij blijft boeien en drijven zijn ingewikkelde vraagstukken. Daar ga ik graag op af, zowel in mijn werk als privé. Ik heb me het afgelopen jaar gestort op de wereld van de triatlon. Het is prachtig om te kijken of me dat überhaupt lukt, of het kan. Als het lukt en als ik merk dat ik vooruitgang boek, dan krijg ik daar ontzettend veel energie van. Natuurlijk word ik daarbij geïnspireerd door mensen die deze sport ook beoefenen, door hoe zij het voor elkaar hebben gekregen om te doen wat zij doen en door hoe zij met hun sport omgaan in combinatie met werk.

Ook hier is goed plannen en discipline om je planning na te komen heel belangrijk. Zolang er geen gekke dingen gebeuren, heeft niemand er problemen mee als ik 's avonds nog even een stukje ga hardlopen. Maar als thuis de boel op zijn kop staat of er staan drie deadlines voor werk in brand, dan ligt het natuurlijk anders. ■

‘Een van de grootste valkuilen als je gaat werven, is dat je op zoek gaat naar klonen van jezelf. Dan organiseer je dat je geen tegengas krijgt.’

Het verschil tussen private en publieke markten zit vooral in de implementatie

Young professional Marnix Koster is Portfolio Manager External Mandates bij PGB Pensioendiensten, de uitvoeringsorganisatie van Pensioenfonds PGB. Financial Investigator sprak met hem over zijn aandachtsgebied private markets. Koster: ‘In de dagelijkse praktijk ondervinden wij vooral de voordelen van private equity.’

Door Harry Geels

Hoe bent u als Portfolio Manager External Mandates bij PGB Pensioendiensten terechtgekomen?

‘Na mijn eerste baan als Risk en Performance Analyst bij Achmea heb ik zes jaar gewerkt als Investment Consultant bij Willis Towers Watson, waar ik me bezighield met alle fasen van de beleggingscyclus. Aan het begin van mijn carrière kon ik me op deze manier heel breed ontwikkelen. Je overziet in zo’n functie alles en gaat leren waar je goed in bent en wat bij je past. Tegelijkertijd hou ik ervan om mezelf vast te bijten in één onderwerp en daar alles over te leren. Toen PGB Pensioendiensten mij de kans bood om me te richten op één bepaalde beleggingscategorie, in dit geval de drietal aanpalende categorieën private equity, infrastructuur en vastgoed, en dat allemaal in het private domein, was de keuze snel gemaakt. Wat mij in mijn keuze voor deze baan verder sterkte, was dat PGB Pensioendiensten de uitvoeringsorganisatie is van Pensioenfonds PGB, een top-10 en groeiend pensioenfonds, én dat private equity en infrastructuur meer in de belangstelling

zijn gaan staan van institutionele beleggers vanwege hun rendements- én duurzaamheidsdoelstellingen.’

Hoe ziet het selectieproces van jullie managers voor private markets eruit?

‘Wij beoordelen elke manager op de zogenaamde 9 P’s, ongeacht of het om interne of externe beleggingen gaat. Even in vogelvlucht gaat het over Parent, People, Process, Portfolio, Performance, Price, Product, Planet en Platform. Dit raamwerk zorgt voor een consistente beoordeling. Het maakt het makkelijker om managers naast elkaar te leggen en te vergelijken. Per ‘P’ kan het oordeel positief (groen stoplicht), neutraal (oranje stoplicht) of negatief (rood stoplicht) zijn. De 9 P’s vormen tezamen

een eendoordeel over de manager en dat eendoordeel heeft ook weer een stoplichtkleur. Daarnaast hebben we binnen PGB Pensioendiensten een duurzaam beleggingsbeleid en een actueel strategisch beleggingsplan, dat per beleggingscategorie weer een eigen plan bevat dat aandacht besteedt aan de specifieke eigenschappen daarvan. Deze aanpak

‘Wij beoordelen elke manager op de zogenaamde 9 P’s: Parent, People, Process, Portfolio, Performance, Price, Product, Planet en Platform.’

CV

Marnix Koster

Marnix Koster is sinds april 2022 werkzaam als Portfolio Manager External Mandates binnen het Privaat Zakelijke Waarden-team van PGB Pensioendiensten. Daarvoor was hij werkzaam als Investment Consultant bij Willis Towers Watson en als Performance-Analist bij Achmea. Koster heeft een Master of Finance behaald aan de Tilburg University en is CFA-charterholder.



zorgt ervoor dat er bij de selectie en monitoring aandacht uitgaat naar de vierhoek rendement, risico, kosten en duurzaam beleggen.’

Hoe heeft dit specifiek voor private equity bij jullie in de praktijk uitgewerkt?

‘Voor private equity kiezen we de managers op basis van deze vierhoek niet zelf, maar maken we gebruik van twee specifieke voor ons opgezette funds of funds. Voor Europa wordt deze beheerd door abrdn en voor de VS door RCP Advisors. We doen dat zo sinds 2019, toen we voor het eerst op deze manier in deze beleggingscategorie gingen beleggen. abrdn en RCP Advisors zijn voor de goede orde dus destijds geselecteerd op basis van de 9 P’s. De reden waarom we destijds voor private equity kozen, met een strategische allocatie van 2%, was omdat uit de ALM-studie bleek dat het toevoegen van private equity de risico-rendementsverhouding van de aandelenportefeuille zou verbeteren. Na een aanvullend onderzoek van het beleggingsuniversum is de strategie ingestoken op buyouts en daarbinnen op het kleine tot middelgrote segment.

In de dienstverlening is vastgelegd dat we zeer betrokken blijven bij het selectieproces. We nemen deel aan alle due diligence-gesprekken met abrdn en RCP Advisors en bezoeken ook de aandeelhoudersvergaderingen. Zodoende krijgen wij het benodigde inzicht in elk van de 9 P’s.

Inmiddels hebben we zelf met de onderliggende managers een relatie opgebouwd. In toenemende mate beleggen we dus in de vervolgfondsen, de re-ups

van die managers, buiten het fund of funds om. Dit past binnen de afspraken die we met abrdn en RCP Advisors hebben gemaakt. Het idee is om uiteindelijk nog 50% via het fund of funds te beleggen, 25% via re-ups en 25% via co-investments, ofwel direct in een onderliggende onderneming samen met de manager. Op dit moment hebben we één co-investering gedaan, in dit geval in ons Europese co-investeringsmandaat beheerd door abrdn. Dit moet uitgroeien tot zo’n veertig ondernemingen, de helft in Europa en de andere helft in de VS.’

U bent nog relatief jong. Speelt leeftijd een rol bij de selectie van managers?

‘Ik denk niet dat het veel verschil maakt. Het is bij managerselectie juist van belang dat je gedisciplineerd en gestructureerd te werk gaat. Dan maakt het niet veel uit of je jong of oud bent. Wat meer in algemene zin hebben de ontwikkelingen op het vlak van duurzaamheid wel hun impact gehad op het beleggings- en selectieproces. In vergelijking met ruim zes jaar geleden, toen ik begon bij Willis Towers Watson, heeft duurzaamheid een enorme vlucht genomen en is dat steeds steviger ingebed in het beleggingsbeleid. Ook is duurzaamheid inmiddels een belangrijk onderdeel van iedere financiële studie.

Thans wordt geen enkele beleggingsbeslissing meer genomen zonder een analyse van de duurzaamheid, een van de vier hoeken van de eerder besproken vierhoek voor beleggingsbeslissingen. Als je nu start met je eerste baan, weet je niet beter dan dat je je met dit onderwerp bezig moet houden, terwijl de ontwikkelingen op het gebied van duurzaamheid nog lang niet zijn uitgekristalliseerd.’

‘Een belangrijk aandachtspunt bij private equity is de toegang tot de beste managers. Bij private equity, zeker als er net mee wordt begonnen, is die toegang lastig.’

‘We zijn bezig met het bouwen van een portefeuille van co-investments en re-ups, waar een kostenlaag uit wordt gesneden.’

De maatschappij heeft nogal een antipathie tegen private equity, onder andere vanwege de hoge kosten en het veronderstelde aasgiergedrag: niet

‘buy and build’, maar ‘buy and breakup’.

‘Natuurlijk worden in de media vooral de slechte voorbeelden uitgemeten. In onze dagelijkse praktijk zien we echter het tegenovergestelde. Private equity kent een breed spectrum aan strategieën, van venture capital tot largecap en mega buyouts en alles wat ertussenin zit. We hebben, zoals gezegd, onze focus op het small- en mid-size segment. Juist dit segment van private equity kent een relatief lage schuldenopbouw en voegt waarde toe door operationele verbeteringen, dus ‘buy and build’. Het is belangrijk om goed over de gekozen strategie te communiceren, met alle onderbouwingen en voordelen die erbij komen kijken. Het is inderdaad ook van belang de focus op de kosten te hebben. Daarom zijn we bezig met het bouwen van een portefeuille van co-investments en re-ups, waar een kostenlaag uit wordt gesneden. Een andere positieve kant is dat we met co-investments een directere invloed hebben op onze duurzaamheidsdoelstellingen. Minimaal 25% van onze co-investments moet een aantoonbare bijdrage leveren aan de SDGs van de VN.’

Wat zijn de grootste verschillen tussen het selecteren van managers in private markets en van managers in publieke markten?

‘Er zijn geen verschillen voor wat betreft de selectiecriteria. Voor beide markten hanteren we de 9 P’s. Er zijn wél verschillende aandachtspunten. Een belangrijk aandachtspunt bij private equity is de toegang tot de beste managers. Bij private equity, zeker als er net mee wordt begonnen, is die toegang lastig. Daarom is het onze strategie geweest om via een fund of funds te starten, waarbij de beheerders ervan het netwerk hebben. Zo verkregen en behouden we nog altijd de noodzakelijke diversificatie. Bij co-investments werken we de 9 P’s verder uit met betrekking tot de onderneming in plaats van de fondsbeheerder. Dit proces is in de kern niet wezenlijk anders voor co-investeringen, hoewel de tijdslijnen over het algemeen wel een stuk korter zijn.’

Tot slot, in het geval van re-ups ligt het proces geheel in onze eigen handen. Het verloop van dit selectietraject wijkt op onderdelen af van andere beleggingscategorieën.

Zo is er bijvoorbeeld geen sprake van een long- of een shortlist.’

Hoe gaan jullie om met duurzaamheid bij de selectie? Is best-

in-class voldoende of gaan jullie verder met bijvoorbeeld impact, engagement en het behalen van bepaalde SDGs?

‘De mate waarin de onderliggende managers duurzaamheid toepassen is, zoals gezegd, in volle ontwikkeling. Op dit moment leggen we vast hoe een manager met ESG-risico’s omgaat. Verder moeten de managers voldoen aan de vereisten (indien van toepassing) die volgen uit de SFDR, de EU Taxonomy, het IMVB-convenant, het Klimaatakkoord van Parijs, enzovoort. Engagement wordt uitgevoerd door abrdn en RCP Advisors richting de managers om zo hun ESG-beleid naar een hoger niveau te tillen. Er zitten overigens interessante verschillen in duurzaamheidsbeleid tussen Amerikaanse en Europese managers. De Amerikanen leggen veel meer de focus op diversiteit en inclusiviteit en in Europa is er meer aandacht voor het klimaat. En, zoals ik eerder aangaf, moet minimaal 25% van onze co-investments een positieve bijdrage leveren aan de SDGs. Tot slot hebben we ook nog een uitsluitingslijst die is gebaseerd op Global Compact en PGB-specifieke vereisten.’

Tot slot, wat zijn belangrijke issues bij de monitoring van de gekozen managers?

‘Het is belangrijk om van tevoren goed na te denken over de implementatie van de beleggingen in private markets. Drie belangrijke vragen daarbij zijn hoe een gediversifieerde portefeuille kan worden gebouwd, hoe de kosten onder controle kunnen worden gehouden en hoe met duurzaamheid moet worden omgegaan. Op het gebied van duurzaamheid is private equity minder transparant dan publieke aandelen. Daarom hebben we voor iedere manager de eigen PGB ESG reporting template in de rapportage-vereisten opgenomen. Voor het co-investeringsfonds moet die template ook worden ingevuld. Anders beleggen we niet. We hebben ons verder aangesloten bij het ESG data convergence project, een wereldwijd sectorbreed initiatief voor het uniformiseren van ESG-data voor private markten. Net als bij publieke markten willen we meer en meer uniforme data. Zo hopen we dat straks in het fonds op dezelfde manier over bijvoorbeeld de CO₂-uitstoot wordt gerapporteerd.’ ■



Amsterdam, 17 januari 2023

Beste Jolanda,

We willen Financial Investigator graag ontzettend bedanken voor de prachtige donatie aan KiKa! Wat een mooi gebaar, dat jullie voor elk ingevuld lezersonderzoek een bedrag van € 25 voor KiKa apart hebben gezet. We zijn enorm blij met het totaalbedrag van **€ 6.650,00** dat jullie daarmee voor KiKa bij elkaar hebben gebracht.

Dankzij deze bijzondere steun kan KiKa zich blijven inzetten om de genezingskansen van kinderkanker verder te vergroten. En er is goed nieuws, want we boeken succes! Uit recent onderzoek blijkt namelijk dat de vooruitzichten sinds de jaren '90 sterk zijn verbeterd. Tussen 1990 en 2015 is de gemiddelde 5-jaarsoverleving gestegen van 72 procent naar 81 procent en dat kan nog verder omhoog dankzij jullie steun!

Nog meer goed nieuws!

Een prachtig voorbeeld van de impact die donaties aan KiKa hebben, is de totstandkoming van het Prinses Máxima Centrum in Utrecht. In dit grootste kinderoncologisch centrum van Europa bundelen artsen, onderzoekers en andere specialisten hun krachten.

Er zijn in Utrecht, met ondersteuning van KiKa, al veel doorbraken gerealiseerd. Zo hebben toponderzoekers van het Prinses Máxima Centrum in het laboratorium een veelbelovende eerste stap gezet naar een nieuw geneesmiddel voor rhabdoïde tumoren. Verder onderzoek moet nu uitwijzen of dit middel kan bijdragen aan de behandeling van deze zeldzame, agressieve tumoren, waar op dit moment nog geen effectieve behandeling voor bestaat. De eerste resultaten zijn hoopvol!

En er zit nog meer aan te komen. Tests met een nieuwe scantechniek voor kinderen met neuroblastoom hebben laten zien dat deze techniek veel minder belastend is voor de patiënten. Bovendien worden er veel scherpere beelden mee verkregen. Met hulp van KiKa start dit jaar een grote vervolgstudie om aan te tonen of de techniek ook echt voor alle neuroblastoom-patiënten kan worden ingezet.

We mogen samen trots zijn op deze prestaties. Ze vormen dan ook een enorme stimulans voor KiKa om de komende jaren deze lijn, liefst versneld, door te zetten! Namens KiKa en de kinderen heel veel dank.

Met vriendelijke groet,


Suzanne Overgaag
Stichting Kinderen Kankervrij

*Wilt u op de hoogte blijven van de laatste ontwikkelingen?
Schrijf u dan in voor de nieuwsbrief via: www.kika.nl/kikavriend*

Stichting Kinderen Kankervrij

Postbus 76175, 1070 ED Amsterdam. www.kika.nl info@kika.nl | Telefoon 020-345 85 35
IBAN NL89INGB0000008118 BIC INGBNL2A | BTW-nr. 811549914B01

Laten we het nieuwe samenwerkingsmodel gezamenlijk vormgeven

Door Ronald Bruins Fotografie Cor Salverius Fotografie



Dat ESG en de Wet toekomst pensioenen een flinke invloed hebben op het vakgebied van fiduciair management, behoeft geen betoog. Maar over wat voor invloed hebben we het dan? Pensioenbestuurders en fiduciaire managers gingen daarover samen in gesprek. Met ESG en de Wtp wordt de wereld complexer, maar pensioenfondsen en fiduciairs vinden elkaar bij het uitzetten van de koers. ‘Laten we het nieuwe samenwerkingsmodel gezamenlijk vormgeven.’

Maar liefst vijf thema’s passeerden de revue. De één nog urgenter dan de ander. Achtereenvolgens kwamen de selectie en de rol van de fiduciair manager, liability driven investments, ESG en de Wet toekomst pensioenen aan bod. Onafhankelijk pensioenbestuurder Evalinde Eelens trapte de discussie af door te vragen naar de selectiecriteria van pensioenfondsen bij het zoeken naar een nieuwe fiduciaire manager. Lodewijk van Pol gaf een schot voor de boeg. ‘Performance, people, planet, price en commitment. Dat laatste steekt er voor mij bovenuit. Commitment gaat over vermogensbeheer en heeft ook aspecten van consultancy in zich. Fiduciair managers worstelen met die twee uitgangspunten. Heden ten dage is het de uitdaging in hoeverre fiduciair managers nog maatwerk kunnen leveren aan hun klanten. Vooral omdat de wereld met de Wet financieel toezicht, de fiscaliteit en onderwerpen als ESG en de Wet toekomst pensioenen complexer is geworden.’ Rik Albrecht: ‘Functiescheiding vind ik ook een belangrijk item. Het aanbieden van eigen fondsen staat steeds verder onder druk. De taken voor regie, managersselectie, vermogensbeheer en rapportage moeten bij aparte organisaties worden ondergebracht, zodat er countervailing power is.’

Wat mogen verdienen

Carolien van Eggermond wijst op de kosten. ‘Als je een goede fiduciair manager wilt, kun je niet op de laagste kosten gaan zitten en toch vragen om continuïteit en kwaliteit. Dan moet een fiduciair manager ook wat mogen verdienen. Het belangrijkste voor mij is dat de samenwerking onafhankelijk en toekomstbestendig is.’ Bart Kuijpers: ‘Je wilt ook niet dat onderwerpen door het opknippen van diensten tussen wal en schip vallen. Ons verdienmodel is overigens niet gebaseerd op de assets binnen onze organisatie, maar puur op de services die we bieden.’

Het is volgens Albrecht de vraag of je als pensioenfonds het one stop shop-model, zoals fiduciairs dat nu hanteren, wilt blijven omarmen. ‘Kies je voor één grote partij die het hele beleggingsproces voor je uitvoert, of wil je de organisatie modulair opbouwen? Je rapportages koop je in dat laatste geval bij de ene partij, het vermogensbeheer bij een andere. De managersselectie hier en de regie daar. Dit nieuwe modulaire governance model krijgt steeds meer navolging. Ik denk dat het one stop shop-model in de toekomst niet houdbaar is.’

Uitdagingen en investeringen

Ralph van Daalen slaat aan op het woord commitment. ‘Precies dat zorgt voor investeringsvermogen. We staan aan de vooravond van een grote pensioenhervorming die ook voor fiduciair managers tot uitdagingen en investeringen leidt. Het commitment zou voor mij dan ook een belangrijk selectie criterium zijn. Dat stelt je in staat om het juiste talent aan te trekken.’ Over het one stop shop-model is Van Daalen niet negatief. ‘Als je in staat bent over de hele keten de regie te hebben, dan kan dat een model zijn. Waarom niet? Ik heb in elk geval het gevoel dat veel van onze klanten het fijn vinden dat wij de regie voor hen pakken als ze zelf niet het bestuurlijke apparaat achter zich hebben staan om de regie over te nemen. Maar we zien ook wel dat onderdelen van de keten worden uitbesteed.’

Voorzitter:

Evalinde Eelens,
Onafhankelijk
Pensioenfondsbestuurder

Deelnemers:

Rik Albrecht,
Professioneel
Pensioenfondsbestuurder
Vermogensbeheer
Ralph van Daalen,
Goldman Sachs Asset
Management/NN Investment
Partners
Carolien van Eggermond,
Professioneel Bestuurder
en Toezichthouder
Niels Horst,
Aegon Asset Management
Bart Kuijpers,
Columbia Threadneedle
Investments
Lodewijk van Pol,
Onafhankelijk Adviseur en
Bestuurder



VOORZITTER

Evalinde Eelens

Evalinde Eelens is Onafhankelijk Beleggingsdeskundige en richtte in 2018 Ravenna Consulting op. Zij adviseert over beleggingen, vermogensbeheer, financieel risicomanagement, pensioenfondsenbeheer en duurzaam beleggen. Eelens werd in 2018 Bestuurslid bij BPF Particuliere Beveiliging en in 2019 bij Pensioenfondsen PostNL. Sinds januari 2023 is zij Lid van de Beleggingscommissie van het Getronics UK Pension Plan in het Verenigd Koninkrijk.



Rik
Albrecht

Rik Albrecht is betrokken bij diverse pensioenfondsen als Professioneel Bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder. Tevens is hij Adviseur bij Roccade Advies. Eerder was hij Consultant bij Aon Hewitt en portefeuille-beheerder bij APG en DBV levensverzekeringen. Verder geeft Albrecht workshops ethiek voor de beleggingswereld. Hij heeft Economie gestudeerd aan de universiteiten van Maastricht en Birmingham.



Ralph
van Daalen

Ralph van Daalen is Hoofd Fiduciaire Klanten bij Goldman Sachs Asset Management (NN Investment Partners) en beschikt over 20 jaar ervaring in de financiële sector. In die periode heeft hij institutionele beleggers geadviseerd op zowel actuariële vraagstukken, als op uiteenlopende beleggingsvraagstukken en ALM-studies. Eerder was hij werkzaam voor Robeco, BMO Global Asset Management en WTW.



Carolien
van Eggermond

Carolien van Eggermond is Onafhankelijk Beleggingsprofessional. Na ruim 25 jaar actief te zijn geweest in het bankwezen op het gebied van derivaten, treasury en securitisatie, werkt zij nu als Bestuurder, Toezichthouder of Adviseur bij diverse financiële instellingen. Zo is zij momenteel Bestuurder bij BpfBouw, Lid van de beleggingscommissie van SNS Reaal Pensioenfonds en Lid van de RvT van Pensioenfonds Notariaat.



Niels
Horst

Niels Horst is sinds 2019 werkzaam als Account CIO bij Aegon Asset Management. Hij is verantwoordelijk voor alle onderdelen van de fiduciaire dienstverlening aan zijn klanten. Eerder werkte hij als ALM- en Investment Consultant bij Ortec Finance. Daarna vervulde hij de rol van Senior Client Portfolio Manager en Head of Client Management bij MN. Horst studeerde Bedrijfs-wiskunde & Informatica aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.



Bart
Kuijpers

Bart Kuijpers is Managing Director, Global Head of Fiduciary Management en Lid van de directie bij Columbia Threadneedle Investments Nederland. Eerder was hij Oprichter en CEO van een pensioenuitvoeringsplatform in een joint venture met Credit Suisse en Swiss Re, dat in 2017 werd verkocht aan ABN AMRO. Kuijpers werkte ook bij verschillende investeringsbanken in het VK. Bij ABP Investments was hij Fondsmanager van het Structured Finance Fund.



Lodewijk
van Pol

Lodewijk van Pol is sinds 2018 Onafhankelijk Fiduciair Bestuurder en Adviseur voor institutionele beleggers. Hij is Bestuurder van Pensioenfonds Notariaat en Uitvoei- rend Bestuurder Vermogensbeheer bij Pensioenfonds voor Personeelsdiensten (Stipp). Eerder was Van Pol werkzaam bij Lombard Odier Investment Management en Willis Towers Watson. Verder is hij Lid van de Private Equity Commissie bij CFA Society VBA Netherlands.

Niels Horst reageert: ‘Wat ik niet meer zie nu we op weg zijn naar het veranderende pensioenstelsel, is dat je als fiduciair manager alleen een aanbieder bent van vermogensbeheer. Ik denk dat het belangrijk is dat je echt aandacht kunt besteden aan het pensioenfonds, om ze in de ontwikkelingen mee te nemen. Advies en het begrip van de wereld rondom de wijzigingen is ongelooflijk belangrijk. Dat vertaalt zich direct door in de beleggingsproducten die je kunt aanbieden. Dat kunnen zowel externe als interne producten zijn. Met de nieuwe pensioenwet komt er meer behoefte aan dagelijkse doorkijkjes van de portefeuille. Dat vraagt om strakke communicatielijnen tussen de onderdelen in de keten. Dat moet goed georganiseerd worden. Volgens mij kan een fiduciair manager dat juist heel goed.’

Niet-financiële risico's nemen toe

Eelens wil weten welke rol de niet-financiële risico's van een fiduciair manager spelen. Van Pol: ‘Het belang van die risico's neemt alleen maar toe. Denk alleen al aan het reputatierisico, het ICT-risico en de risico's rond ESG, data-management of de wettelijke rapportageplicht. Het lastige voor een pensioenbestuurder is: hoe beoordeel je al deze risico's? Helemaal als je bedenkt dat de pensioenbestuurder uiteindelijk voor alles verantwoordelijk is. Maar hoe ver moet je als bestuurder de details in, terwijl je afhankelijk bent? Het antwoord begint voor mij bij het zoeken naar de balans vanuit je strategische uitgangspunten als pensioenfonds.’ Van Eggermond:

‘Het belang van risico's neemt alleen maar toe. Denk alleen al aan het reputatierisico, het ICT-risico en de risico's rond ESG, datamanagement of de wettelijke rapportageplicht.’

‘De wetgeving met betrekking tot het uitbesteden aan partijen en hun onderaannemers is al heel belangrijk geweest. Er is ook meer aandacht voor het risico-beheersingsaspect, onder andere met ISAE-verklaringen en de COS. Waar deze vroeger minder scherp werden gelezen, worden deze nu nauw onder de loep genomen, onder andere door ons bestuursbureau. Als pensioenfondsen wil je het inzicht hebben dat de controls bij de fiduciair manager en de vermogensbeheerders ook daadwerkelijk goed belegd zijn.’ Kuijpers ziet de vragen daarover aan zijn adres toenemen. ‘Bijvoorbeeld een vraag als: mogen wij toegang tot je investment risk oversight of informatie over legal en compliance?’ De vragen daarover beginnen bij het vaststellen van de risk appetite, beschouwt Van Eggermond. ‘Dat is nog best een zoektocht voor een pensioenfonds. Wat is het niet-financiële risico dat we op beleggingen willen lopen? Het antwoord op die vraag, waar we als pensioenfondsen ook een spade dieper moeten gaan, bepaalt ook het antwoord op die vervolgvragen.’

Datakwaliteit en belangenconflict

Albrecht ziet vooral twee niet-financiële risico's boven het maaiveld uitsteken. ‘Eén is datakwaliteit. Bij het solidaire contract moet het gerealiseerde fondsrendement doorgesluisd worden naar de individuele potjes in de vorm van beschermings- en overrendement. Hoe ga je dat doen? Als je dat fout doet, kun je dat niet herstellen door dat foutje te verhalen bij een andere deelnemer. Daarom is de datakwaliteit en de communicatie tussen de beleggingsadministratie en de pensioenadministratie van enorm belang. Nummer twee is het belangenconflict binnen de fiduciair. Dat conflict is al ingebouwd. Ik geef ethiektrainingen aan vermogensbeheerders. Dat zijn onder andere fiduciairs. Uit de gesprekken met mijn cursisten blijkt dat ze allemaal het juiste willen doen, maar ze worstelen met de belangenconflicten die zijn ingebouwd in het fiduciaire one stop shop-model. Als je alle taken onder één dak brengt, de regie voert, adviseert over je eigen producten en daarover rapporteert, dan bouw je een conflict in. Dat is onderdeel van het businessmodel.’ Kuijpers reageert: ‘Ik ben het er niet mee

‘De transitie van cohorten naar individuele potjes moet je in een naadloze samenwerking gieten.’

eens dat het je eigen producten zijn. Je voert een beleggingsmandaat uit. Het is niet zo dat fiduciaire managers denken ‘we schuiven ons eigen fonds dat slecht presteert naar voren’. Dat zit inherent niet in het businessmodel, want je hebt je te houden aan het mandaat en aan de procedures ten aanzien van managerselectie.’

Minimale ruimte

Van Daalen beaamt dat. ‘Het is technisch zo ingeregeld, dat je slechts minimale ruimte hebt om de portefeuille op eigen initiatief aan te passen. Je hebt een adviserende rol, het bestuur besluit en is verantwoordelijk. Dat heeft ertoe geleid dat de governance versterkt is en dat de focus verbreed is van alleen financiële risico's naar ook niet-financiële risico's. Dat is voor mij logisch.’ Horst: ‘Je mag van de fiduciair manager verwachten dat die de pensioenbestuurder helpt bij het nemen van diens verantwoordelijkheid en het inregelen van de governance. Niet-financiële risico's krijgen tijdens de selectie van fiduciairs terecht meer aandacht. In hoeverre hebben ze de governance op orde en kunnen ze ook op dat vlak comfort geven? Inclusief kijkjes in de keuken bij de fiduciair.’

Van Eggermond legt daarop een vraag op tafel: ‘Hoeveel tijd besteden beleggingscommissies aan niet-financiële risico's? In mijn beeld is het nog maar een klein deel van de tijdbesteding.’ Kuijpers: ‘Heel veel tijd, zeker op het gebied van ESG. Want die risico's vertalen zich ook door naar financiële risico's.’ Van Eggermond: ‘Dit vakgebied is in ontwikkeling, is mijn constatering. Terwijl we in al die eeuwen al wel meer gevoel bij financiële risico's hebben ontwikkeld.’ Horst: ‘Inderdaad. Je ziet dat de aandacht toeneemt, maar er zou nog meer aandacht kunnen en moeten zijn. Het zijn wel twee dingen: de governance op de operationele risico's, dus hoe de fiduciair manager zorgt dat het bestuur verantwoordelijkheid kan >

nemen over uitbestede diensten, en de niet-financiële risico's in het beleggingsbeleid, zoals de datakwaliteit bij ESG of het reputatierisico bij private equity.'

Risicohouding van het fonds

'Onder het nieuwe pensioenstelsel is de risicobereidheid een belangrijke inputvariabele voor de risicohouding van een pensioenfonds', vervolgt Van Daalen. 'Als fiduciair manager willen we daar het gesprek over aangaan en daarover sparren. Hoe gaan risicobudgetten impact hebben op de keuzes die je gaat maken?' Horst: 'Het is belangrijk het daar over te hebben, want onder het nieuwe pensioenstelsel is er meer verbinding tussen de risicohouding van de achterban en de beleggingen. Hoe vertaal je de uitgangspunten van de achterban in het beleggingsbeleid en de portefeuille? Het is de verantwoordelijkheid van het pensioenbestuur om plaats te bepalen tussen 0 en 100% risico.' Van Eggermond: 'Dat is best een moeilijke. Voor pensioenfonds gaat dit weg van dekkingsgraden naar een vertaling in pensioenuitkomsten. Die vraag is er vooral een voor onze achterban, de sociale partners. Zij worstelen daar nog mee.' Van Daalen: 'Daar kunnen fiduciaire managers met hun kennis over defined contribution hun vakkennis en ervaring inbrengen. Ze kunnen bijvoorbeeld de gewenste risicohouding voor de lange termijn doorrekenen.'

Grote hoeveelheden data

Die overweging betekent ook een nieuwe ALM-studie. Van Eggermond: 'De ALM kan niet zonder inbreng van fiduciair managers tot stand komen, mogelijk naast een ALM-adviseur. Al was het maar omdat een pensioenfonds de grote hoeveelheden data die voor doorrekeningen nodig zijn, niet heeft en omdat de fiduciair manager uiteindelijk in staat moet zijn de adviezen te implementeren

en te monitoren.' Van Pol: 'Meerdere insteken komen hier samen. Onder andere de vraag aan de deelnemers hoeveel risico zij willen nemen. We merken in de praktijk dat deelnemers beperkt reageren als we hen die vraag stellen, bijvoorbeeld bij een risicopreferentieonderzoek. En als ze wel reageren, ontstaat er een heel diffuus beeld. Daarmee komt de verantwoordelijkheid meer bij het pensioenbestuur te liggen, een zorgplicht. Die kan zich ook baseren op wetenschappelijke inzichten en kennis over het eigen deelnemersbestand. Al die invalshoeken moeten bij elkaar komen. Ten aanzien van de ALM-studie moet de fiduciair manager zo goed mogelijk de aannames van de consultant kunnen challengen.'

Via een bestuursbureau

Regievoering wordt belangrijk, stelt Albrecht. 'Dat zou in het integrale model kunnen, maar ook in het modulaire model. Een aantal pensioenfonds koopt modulair diensten in en verbindt die onderdelen via een regisseur aan elkaar. Dat kan het bestuursbureau doen of het kan worden uitbesteed aan een aparte regisseur. Ook dat zie ik voorbijkomen.' Van Eggermond: 'Ik geloof dat een integraal model in essentie best makkelijk is voor een pensioenfonds. Dat wil niet zeggen dat het pensioenfonds er periodiek geen onafhankelijke derde bij moet halen, bijvoorbeeld om de fiduciair te benchmarken. Zijn de kosten marktconform? Verricht de fiduciair wel genoeg diensten? Zijn de resultaten op peil? Je zou zo'n doorlichting op zijn minst eens per drie tot vijf jaar moeten doen.'

Performance monitoren

Horst: 'Ik denk dat alle blokjes bij elkaar laten brengen door één regisseur moeilijk is. Laten we het nieuwe samenwerkingsmodel vooral samen vormgeven. Van de beste beleggingsoplossingen tot aan de governance.' Kuijpers: 'Op zich zijn het selecteren van een fiduciair manager en de samenwerking zelf nog de minst moeilijke aspecten. Het lastige zit in wat je doet bij bijvoorbeeld onderperformance binnen het mandaat. Dat moet je eigenlijk ook al vooraf afspreken, op het moment dat je de samenwerking

'Als je als pensioenfonds echt wilt beleggen om de wereld te verbeteren, neigt dat weer naar een meer activistische, geconcentreerde en actief beheerde portefeuille.'

aangaat.' Er moeten volgens Van Daalen verder vooraf afspraken gemaakt worden over het gebruik van eigen fondsen. 'Dat kun je uitsluiten als pensioenfonds. En het is ook logisch om vast te leggen hoe de managerselectie van zowel interne als externe strategieën wordt gedaan en hoe je de performance monitort. Die aspecten moet je als pensioenfonds langs dezelfde meetlat leggen, door een partij die op ruime afstand staat van de beleggingsteams die beoordeeld worden.'

Flows naar de deelnemers

Bij de uitvoering van het nieuwe pensioencontract moet de datakwaliteit goed zijn. Daar hamert Kuijpers nog eens op. 'De transitie van cohorten naar individuele potjes moet je in een naadloze samenwerking gieten. Dat is geen sinecure, want je hebt met verschillende inrichtingen te maken. Die van de custodian, de pensioenadministratie, de beleggingsadministratie en de flows van en naar de deelnemers. Wij gaan pensioenbesturen en beleggingscommissies inzicht geven via een nieuw pensioenportaal. Ze hebben daarmee een sturingstool om in control te blijven.' Van Daalen: 'Je moet als pensioenfonds eigenlijk alle stakeholders in één hok zetten om het operationele model uit te werken. Ik zie nu dat sommige pensioenfondsen, die geen custodian maar zelf een administrerende functie hebben, met de handen in het haar zitten. Hoe ga ik de informatie in het nieuwe pensioenstelsel ontsluiten richting deelnemers?' Horst: 'Ja, de operationele achterkant moet op orde zijn. Zeker omdat zoveel onderdelen van dezelfde data gebruikmaken.' Van Eggermond: 'Omdat je te maken hebt met een overgang in één keer, is het de vraag wat er gebeurt als je een fout maakt. Of als er een nacalculatie is. Hoe kun je deze verrekenen? Heeft die fout of nacalculatie consequenties voor het eigen vermogen of de omvang van de potten van deelnemers? Wanneer ga ik dan vervolgens deelnemers aanschrijven? Al die mogelijke scenario's zul je vooraf moeten bekijken.' Van Pol: 'In de nieuwe situatie krijg je een compleet ander spel, met maandelijks afsluitingen van de beleggingswaarde en de participatiewaarde. Daarbij wil je niet achteraf moeten corrigeren.'

'Als je alle taken onder één dak brengt, de regie voert, adviseert over je eigen producten en daarover rapporteert, dan bouw je een conflict in.'

Bij derde partij of bij fiduciair?

De discussie tijdens de Ronde Tafel gaat door naar liability driven investments (LDI). 'Heeft het de voorkeur om deze bij een derde partij te beleggen, of bij de fiduciair manager?', vraagt gespreksleider Eelens. Van Pol reageert: 'Dat is bijna een gewetensvraag. Ik merk dat pensioenfondsen verschillende keuzes maken. Ik kan daarom voors en tegens noemen. LDI is in de huidige contractvorm binnen het Financieel Toetsingskader (FTK) heel nauw verweven met balansmanagement. Dan zit er dus een voordeel aan om dat bij een fiduciair neer te leggen. Maar dat hoeft niet per se. Je kunt het ook helemaal scheiden, ook in verband met het eerdere belangenconflict dat we constateerden. Er zijn voldoende partijen die dat naadloos aanbieden. In het FTK-model heeft dat praktische pluspunten en kostenvoordelen. Als je kijkt naar de Wet toekomst pensioenen, wegen die minder zwaar. Je hebt namelijk geen echte matchingstrategieën meer. Daarmee verdwijnt het voordeel om LDI bij een fiduciair te beleggen.'

>



Eind vorig jaar verkeerde Groot-Brittannië in een LDI-crisis, constateerde Eelens. ‘Maakt het dan uit of je je LDI-portefeuille extern onderbrengt of bij de fiduciair?’ Horst: ‘Het was een liquiditeitscrisis. In het huidige FTK-model is het van belang dat je die liquiditeit kunt overzien en kunt aansturen. In Groot-Brittannië zag je dat de portefeuillononderdelen die liquiditeit nodig hadden niet bij die liquiditeit konden komen. Dat maakt het complex. Dat probleem is in het Nederlandse pensioenstelsel veel minder aan de orde. De balans kan hier veel meer integraal worden beheerd.’

Aap uit de mouw

‘Als de fiduciair de LDI niet op zich neemt, komt de aap uit de mouw’, zegt Albrecht prikkelend. ‘Als je als fiduciair geen enkele belegging meer mag beheeren, gaat de lol er gewoonweg af. Waarom hebben vermogensbeheerders tien à vijftien jaar geleden allemaal zo’n fiduciaire winkel opgezet? Als verkoopkanaal voor de huisfondsen. Als dat niet meer mag, verlies je dus ook de schaalvoordelen die daarmee gepaard gaan. Daar komt bij dat de fees voor fiduciair management zonder vermogensbeheer niet voldoende zijn. De inkomsten die je sec krijgt op fiduciair management, ben je zo weer kwijt aan kosten voor personeel, kantoor, IT, enzovoorts. Door dat mechanisme trekken vermogensbeheerders steeds vaker de stekker uit fiduciair management. Dat is een consequentie van de keus om LDI niet bij de fiduciair

manager te beleggen.’ Daarmee constateert Albrecht ook dat de fiduciaire fee alleen niet voldoende is. Van Eggermond haakt aan. ‘Dat zeg ik ook. Als deze dienstverlening duurder is, moet je ook meer willen betalen om tot optimaal management te komen. LDI gaat over balansmanagement en dan krijg je bijvoorbeeld ook sturing op de liquiditeit. Het is overigens niet alleen LDI, maar de fiduciair manager moet toegang hebben tot de fondsen waar liquiditeit in zit. Ze hebben dan heel veel tools nodig om dat te kunnen doen.’

Juiste afspraken

Volgens Van Daalen werkt het model in beide varianten. Dus uitbesteed aan een derde partij of ondergebracht bij een fiduciair manager. ‘Om crisissituaties zoals in Groot-Brittannië te voorkomen, moet je vooraf de juiste afspraken met elkaar maken. In Nederland werd de LDI-soep helemaal niet zo heet gegeten als in andere landen, omdat we LDI-mandaten al veel robuuster hebben neergezet. Dan werken beide varianten prima. Terugkomend op de vraag of het dan nog wel interessant is zonder LDI: die keuze is aan ons als fiduciair. Ja, de marges zijn niet zo hoog als bij een alternatieve boutique, maar een fiduciaire relatie gaan pensioenfondsen voor de lange termijn aan. In de ons omringende landen zijn er consultants die met een soortgelijk verdienmodel een behoorlijke business hebben.’

Sleutelfunctiehouder

Hoe gaan pensioenfondsen, en in navolging daarvan fiduciair managers, invulling geven aan de uiteenlopende eisen in duurzaam beleggen? Albrecht verwacht dat er aparte functionarissen voor dit onderwerp komen. ‘We kennen nu al sleutelfunctiehouders voor bijvoorbeeld audit of actuariel. Ik denk dat hier ook specialisten voor gaan komen, om te zorgen dat het pensioenfonds compliant is, dat er rapportages zijn en om ervoor te zorgen dat beleid wordt voorbereid. Dat kan vooral bij grote pensioenfondsen, maar kleinere pensioenfondsen kunnen die expertise wellicht inhuren bij een extern bureau. Wat ik wel wil benadrukken: dit onderwerp overstijgt de beleggingen. Maatschappelijk verant-



woord beleggen is echt een bestuurs-aangelegenheid.' Het tweede punt dat Albrecht naar voren brengt, gaat over de EU Taxonomie. Die maakt duidelijk welke activiteiten wel of niet duurzaam mogen heten, op grond van hun bijdrage aan maatschappelijke thema's en aan het voorkomen van klimaatverandering of het beperken van de gevolgen ervan (adaptatie). 'De EU Taxonomie bepaalt in wezen wat goed en wat slecht is. Als pensioenfondsen in hun SFDR-rapportage hoog willen scoren en daarom hun beleggingen gaan aanpassen in lijn met de taxonomie, dan bestaat het risico dat beleggingsportefeuilles meer een eenheidsworst worden. Daar komt bij dat portefeuilles steeds meer geconcentreerd kunnen worden. De afgelopen jaren was de trend om passief te beleggen. Maar het zou kunnen dat dit pendulum weer de andere kant op zwaait. Als je als pensioenfonds echt wilt beleggen om de wereld te verbeteren, neigt dat juist weer naar een meer activistische, geconcentreerde en actief beheerde portefeuille. Het is de vraag wat de deelnemer daarmee opschiet.'

Ambitie formuleren

Ten principale is het aan het pensioenfonds om een ambitie op dit vlak te formuleren, meent Van Pol. 'Er ligt nu namelijk nog helemaal geen wettelijke verplichting omtrent duurzaam beleggen, behalve dan de sanctielijsten van de EU en de VN. Je hebt alleen een rapportageverplichting. We zijn over duurzaam beleggen in gesprek met de Eerlijke Pensioenwijzer en we doen mee aan onderzoeken. Wij willen transparantie over ons beleid als pensioenfonds. Dat is onze verantwoordelijkheid. Maar tegelijkertijd zeg ik: we zijn geen filantropische instelling. We zijn een financiële organisatie en hebben in die zin een verantwoordelijkheid om risico, rendement en kosten tegen elkaar af te wegen. Let wel, daar is ESG bij gekomen en dat aspect is integraal. Maar we zijn niet op aarde gezet om als een pensioenfonds de wereld te verbeteren. Dat kunnen we ook niet.' Albrecht: 'Ik ben dat met je eens, maar daar verschillen de meningen wel over.' Van Pol: 'Ik vind natuurlijk dat we een bijdrage moeten leveren aan een duurzame samenleving. Daar loop ik niet

'In de voorbereiding op de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel moet je nu al de stappen nemen die je kunt nemen.'

voor weg. Integendeel. Maar we zijn geen activistische organisatie. We hebben immers de verplichting om gewoonweg een goed pensioen aan te bieden aan onze deelnemers. Als puntje bij paaltje komt, willen deelnemers dat ook.'

Integraal en consistent

'We hebben een ESG-strategie aangenomen die de hele beleggingsketen bekijkt', vertelt Kuijpers. 'Daarbij willen we ESG integraal en consistent meenemen in de beleggingsstrategie. Het is nog veel werk om ESG te integreren in alle stappen en erover te rapporteren en om met ESG aan de slag te gaan. Overigens zie ik die eenheidsworst niet zo voor me. Per pensioenfonds zijn er uitgangspunten van wat dat specifieke fonds belangrijk vindt. Dat kan sociale samenhang zijn, dat kan de bebouwde omgeving zijn, enzovoort. De ambitie en de mate van meedoen verschillen per fonds. Zo kom ik de net zero-strategie steeds vaker tegen. Dat is een directieve richting in overeenstemming met het Akkoord van Parijs. Daar zit nog wel een keuze in: pak ik een aan het Parijsakkoord gelieerde benchmark, of kies ik een benchmark en integreer ik vervolgens bepaalde uitgangspunten van het Parijsakkoord zelf in de beleggingen? Het lastige bij dit alles is dat de datakwaliteit niet altijd voldoende is om echt zware keuzes op dit vlak te maken.'

Horst: 'ESG moet je integreren in het hele proces. Daar adviseren we ook over op meerdere vlakken. Met een ESG-strategie, maar ook met ESG-specialisten in de selectie-, monitorings- en beleggingsteams. Daarnaast hebben we een Responsible Investment-team van twintig collega's. Dat team is continu bezig met alle aspecten van maatschappelijk verantwoord beleggen. Integratie van ESG in >

het hele proces, van advisering tot uitvoering, is de toekomst.' Kuijpers aansluitend: 'We zien daarin wel een verschil tussen het Responsible Investment-team, dat belegt voor fondsen, en de ESG-beleggingsstrateeg. Die werkt echt voor de klant om diens strategie op dit vlak vorm te geven. Die benut wel de informatie uit het team, maar neemt zijn eigen beslissingen samen met de klanten over de invulling.'

Complexe overgang

Als laatste komt de Wet toekomst pensioenen als apart onderwerp aan bod. Eigenlijk sijpelde de Wtp al door de hele discussie heen, maar nu komt het specifiek onder de aandacht. Eelens stelt één van de hamvragen: 'Hoe wijzigt de dienstverlening van de fiduciair manager onder het nieuwe pensioenstelsel?' Van Eggermond: 'Sommigen zeggen dat er weinig verandert, maar dat is niet zo. De portefeuille verandert op korte termijn wellicht niet veel, maar de rol van liquiditeit wijzigt wel. Ik hoop dat fiduciairs rondom die overgang goede adviesfuncties gaan vervullen. Daarbij willen we geen duizend varianten die niet bijdragen aan een goed pensioenresultaat, maar mogelijk wel wat meer standaardisatie.' Horst: 'De overgang naar het nieuwe stelsel is absoluut complex. Wij horen niet bij degenen die zeggen dat er niets verandert in de portefeuille. Ik verwacht dat de rol van de fiduciair manager ook zal veranderen. De fiduciair manager moet een partner zijn op dit dossier. Trek vanaf het begin van de discussie over het nieuwe stelsel met elkaar op, om te kijken wat de belangrijkste keuzes zijn en hoe je die verder vertaalt. Daar hoort ook het schetsen van de niet-financiële risico's bij.' Van Pol: 'Er gaat inderdaad veel veranderen. Het concept van balansmanagement verdwijnt bijvoorbeeld compleet. En we hebben het al gehad over de rol van de fiduciair manager bij LDI. Ik weet nog niet of de ALM en de taken van fiduciair manager verweven worden. Als ik het afweeg, denk ik van niet. Maar we moeten wel met alle betrokkenen de transitie door.'

Richting de ALM

Van Daalen constateert dat fiduciairs, zoals hijzelf, zich 'comfortabeler voelen'

'De portefeuille verandert op korte termijn wellicht niet veel, maar de rol van liquiditeit wijzigt wel. Ik hoop dat fiduciairs rondom die overgang goede adviesfuncties gaan vervullen.'

om richting de ALM te bewegen. 'Een heel groot deel van de ALM is de actuariële modellering. Die wordt in de nieuwe situatie een stuk minder groot. ALM gebruikte je in het huidige stelsel ook om het premie- en opslagbeleid te optimaliseren. Dat verdwijnt. Dan is het ook logisch dat we meer naar ALM bewegen, ook omdat we, in ons geval bijvoorbeeld, de fiduciair manager zijn die al vele jaren op dit gebied adviseert over de grootste DC-portefeuilles in Nederland. Daar verzorgen we ook de ALM-studie voor. Die competentie is makkelijk in te zetten voor de flexibele premieregeling en met een paar aanpassingen ook voor de solidaire premieregeling. Door dat alles voelen we ons comfortabeler om ook de ALM te doen. Overigens niet zozeer bij het transitie-moment, omdat je daar vergelijkingen tussen defined benefit en de nieuwe regeling wilt doen. Daar zit nog wel een grote actuariële component in.'

Eigen koers uitzetten

In de voorbereiding op de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel moet je nu al de stappen nemen die je kunt nemen, vindt Van Daalen. Horst is het daarmee eens. 'Je moet naar een zeker moment toewerken, maar de lange termijn blijft bestaan. Dat ene moment is dan wel bijzonder omdat er een herverdeling plaatsvindt. Je kunt dan ook voor dat ene moment kijken wat je kunt beschermen en verzekeren en wat dat dan kost.' Daarmee loodsen fiduciair managers zich samen door de veranderingen die de Wet toekomst pensioenen en ESG met zich meebrengen. We are in this together, wilden de deelnemers aan de Ronde Tafel maar zeggen. Van Daalen, opsommend: 'Dit zijn grote uitdagingen waarin we elkaar moeten zien te vinden.' ■

IN HET KORT

Niet-financiële risico's worden steeds belangrijker, vooral ten aanzien van datakwaliteit.

Onder het nieuwe pensioenstelsel wordt regievoering onontbeerlijk. Die rol kan een fiduciair manager of een onafhankelijke derde op zich nemen.

Onder het nieuwe pensioenstelsel wordt het minder vanzelfsprekend dat de LDI-taak bij de fiduciair manager komt te liggen.

ESG gaat over meer dan alleen beleggingen. Maatschappelijk verantwoord beleggen is een bestuursaangelegenheid.

Voor fiduciair managers behoort ESG tot de kern van alle activiteiten.

Kaag's Wwft: onrechtvaardig, onuitvoerbaar en niet te handhaven

De onderwereld dringt steeds verder de bovenwereld binnen. Daar gaat het kabinet wat aan doen met de door minister Sigrïd Kaag voorgestelde Wet witwassen en financiering terrorisme (Wwft). Die gaat echter niet het gehoopte resultaat opleveren. Onze samenleving wordt met deze wetgeving alleen maar verder tot stilstand gebracht.

In alle geledingen van de samenleving hebben we te maken met alsmaar toenemende regelgeving. Bijna altijd gebeurt dit via rule based-wetgeving die tot grote kosten voor de samenleving leidt. Alleen al in de financiële sector is het gevolg van alle regelingen geweest dat de afdelingen compliance en risk management in de laatste 40 jaar in omvang ten minste zijn vertienvoudigd. Tot minder (ernstige) risico's heeft dit niet geleid. Integendeel.

Indien regelgeving niet tot het gewenste resultaat leidt, is het antwoord van de politiek: meer van hetzelfde. Werkt de bestaande regelgeving niet afdoende, dan voegen we er gewoon nog wat regels aan toe. Het resultaat is dat we 98% van de burgers straffen om de 2% slechteriken te vangen. Hoe onrechtvaardig?!

In essentie is de Wwft niets anders dan een verdere privatisering van het opsporingsbeleid. De banken gaan gezamenlijk alle transacties boven de € 100 monitoren met AI. Daarnaast moeten private dienstverleners, zoals belastingadviseurs en notarissen, een poortwachtersfunctie gaan vervullen.

Die laatste twee beroepsgroepen hebben al gegronde bezwaren geuit ten aanzien van de uitvoerbaarheid van deze nieuwe Wwft. Het is voor die poortwachters namelijk volkomen onduidelijk wanneer precies aan de eisen van zo'n cliëntonderzoek is voldaan. Doen ze te veel, dan leidt dat tot grote kosten voor de samenleving. Maar doen ze te weinig, dan lopen zij zelf juist grote risico's.

Die alsmaar toenemende regelgeving heeft een cultuur in de hand gewerkt waarin

niemand nog het risico neemt om een beslissing in de geest van een regeling te nemen. Het is veel veiliger om regels naar de letter toe te passen. Dat de consequenties daarvan desastreus kunnen zijn, hebben we met de toeslagenaffaire kunnen zien. Van de nasleep daarvan zijn we voorlopig nog niet af. Zelfs nu alle politieke partijen dit dossier zo snel mogelijk willen wegwerken, zit de toeslagenaffaire zo vast in een labyrint van regels, dat het nog jaren gaat duren voordat die is opgelost. De overheid manifesteert zich niet als 'dienstbaar aan' maar als 'vijand van' de burger. Voer voor...?

De combinatie van een onwerkbaar rule based-beleid en de mentaliteit van 'niet interpreteren, maar naar de letter uitvoeren' heeft tot een maatschappelijke vastloper geleid. Het wantrouwen, de verontwaardiging en de woede van de burger richting de overheid nemen toe. En de 'overkill' aan maatregelen, zoals deze nieuwe Wwft voorstelt, gaat alleen maar meer voeding geven aan het idee dat de overheid niet functioneert. De Eerste Kamer moet de wetgeving controleren op rechtvaardigheid, uitvoerbaarheid en handhaafbaarheid. Niet in theorie maar in de praktijk!

Het alternatief? In deze snel veranderende wereld werkt principle based-regelgeving beter. We moeten met elkaar een cultuur mogelijk maken waarin het nemen van beslissingen op basis van een zelfstandige interpretatie van 'principles' wordt toegestaan. In plaats van het opleggen van nog meer gedetailleerde wet- en regelgeving, moet het kabinet de private sector op een effectieve manier inschakelen. Door samenwerking. Zo kan de kennis van de financiële sector als aanvulling op die van de financiële recherche gebruikt worden, om te helpen bij de bestrijding van criminaliteit.

Kabinet, luister naar de groeiende maatschappelijke weerstand tegen de rule based-benadering! De huidige wereld vraagt om een lenige en effectieve overheid! Hoogste tijd voor een principiële andere aanpak. ■



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



Groeiende waarderingsskloof tussen duurzaam en niet-duurzaam vastgoed biedt kansen

De waarderingsskloof tussen ‘groen’ commercieel vastgoed en niet-duurzame panden is door de huidige energiecrisis flink toegenomen, zo blijkt uit de recent gepubliceerde Outlook 2023-2025 van Bouwinvest. Wordt groen vastgoed daarmee de standaard? We spraken hierover met Jeroen Beimer en Bernardo Korenberg.

Door Esther Waal

2022 was het jaar van het einde van Covid-19, de inval van Rusland in Oekraïne, renteverhogingen, de energiecrisis en torenhoge inflatie. Wat is de impact hiervan op de verschillende sub-sectoren binnen vastgoed?

Jeroen Beimer: ‘Uit onze analyses, gepubliceerd in onze Outlook 2023-2025, blijkt dat de impact van de verschillende crises voor elke sub-sector voelbaar is. Zo heeft de hoge rente invloed op de waarderingen. Door de stijging van de rente zijn de verschillen tussen rendementen op vastgoed en de risicovrije voet kleiner geworden en gedaald tot onder het gemiddelde. Om de verschillen weer te normaliseren, zullen de rendementen op vastgoed omhoog moeten, hetgeen een waardedaling betekent. Daarnaast heeft de hoge inflatie een negatieve invloed op bijvoorbeeld de bouwkosten.

Er is kans op een sterke stijging van de rente en een verdere afname van de waardering van vastgoed. Dit is puur een effect vanuit de investeringsmarkt. Op de gebruikersmarkt gebeurt nu nog niet veel, maar als de situatie (de recessie) erger wordt, kan het sentiment op de gebruikersmarkt omslaan. In ons huidige basisscenario verwachten we nog een positieve huur-groei. In een downside-scenario bij een langer durende recessie kunnen de huren dalen als gevolg van toenemende leegstand en dat leidt weer tot verdere afwaarderingen. Dit geldt met name voor de retailsector, die momenteel al gebukt gaat onder een toename van de kosten, zoals die van energie, en de naweeën van Covid-19. Wijkwinkelcentra vormen een uitzondering. Hier is de kans op leegstand lager.

Energiekosten zijn ook een issue op de kantorenmarkt, maar daar is het thuiswerk-effect veel belangrijker. Vooral bij grotere bedrijven zien we medewerkers beperkt naar kantoor komen, waardoor de behoefte aan kantoorruimte afneemt. Daarnaast geldt sinds begin dit jaar een verplichting om een energielabel C te hebben. Ook hotels hebben last van de hogere kosten en de krappe arbeidsmarkt. Door Covid-19 zijn er minder buitenlandse toeristen, hoewel dat wordt gecompenseerd door meer binnenlandse gasten.

Ook voor de gebruikers van zorgvastgoed en woningen zijn de energiekosten een bron van zorg. Hier zien we dat de overheid financiële steun biedt aan onder andere consumenten en zorginstellingen.’

‘Er is kans op een sterke stijging van de rente en een verdere afname van de waardering van vastgoed.’

De laatste jaren laat de natuur zich regelmatig van haar meest zorgelijke kant zien. Natuurrampen volgden elkaar wereldwijd in rap tempo op. Wat betekent dit voor de verschillende sub-sectoren binnen vastgoed? Welke sub-sectoren worden het hardst geraakt?

Bernardo Korenberg: ‘Met betrekking tot de opwarming van de aarde spelen voor vastgoed twee typen risico’s: fysieke risico’s en transitierisico’s. De eerste zijn de directe risico’s, in de vorm van schade aan vastgoed door extreme weersomstandigheden. Denk aan droogte, wateroverlast, natuurbranden en bodemverzakking. Daarnaast heb je het transitierisico, waarbij als gevolg van de transitie naar een fossielvrije wereld fluctuaties optreedt in de waarde van of de vraag naar gebouwen. Die twee risico’s correleren met elkaar. Als we de opwarming niet kunnen beperken tot maximaal anderhalve graad, dan gaan de fysieke gevolgen de waarde van de beleggingsportefeuille uiteindelijk steeds meer drukken. Hoe groot de potentiële impact van beide risico’s is, is afhankelijk van de locatie, de samenstelling en de kwaliteit van je portefeuille. De meeste financiële impact zal waarschijnlijk van de laatste categorie komen. Maatregelen aan de hand van aangescherpte regelgeving door overheden zijn nodig voor een leefbaardere wereld.’

Alle sectoren zullen worden geraakt door de effecten van klimaatverandering. Risico’s hebben een prijs en zullen vroeg of laat worden ingeprijsd. Zo is hittestress binnen zorgvastgoed een aandachtspunt. Het gaat hierbij om het wooncomfort en de kwetsbaarheid van de doelgroep. Is het vastgoed onvoldoende toegerust om hittestress tegen te gaan, dan verlaagt dat de aantrekkelijkheid.’

Beimer: ‘Klimaat effecten zijn mogelijk langetermijneffecten, maar tussentijds heb je flinke uitschieters. De onvoorspelbaar-

heid van het weer neemt toe en juist die onvoorspelbaarheid is lastig mee te nemen in klimaatmodellen. Op basis van modellen weet je wel waar een uitspatting kan voorkomen, maar niet wanneer en hoe.’

De sector wordt overspoeld met nieuwe wetgeving met de EU Taxonomie, de SFDR en sinds 1 januari dit jaar de energielabel C-verplichting voor kantoren. Welke effecten heeft dit op de sector?

Korenberg: ‘De komst van wet- en regelgeving is in principe goed. Het zorgt namelijk voor een gelijk speelveld en voor transparantie in de markt. Het hoort bij de huidige fase van duurzaam en verantwoord beleggen. Je moet het kunnen onderbouwen wanneer je jezelf duurzaam noemt, met als effect dat partijen voorzichtiger zijn met het uiten van duurzaamheidsclaims. Positief is dat het de achterblijvers in de verduurzamingsopdracht meetrekt. Institutionele partijen zijn al een tijd bezig. Ook zij zijn voorbereid op de genoemde wettelijke vereisten. De grote vraag is echter of en hoe hierop gehandhaafd gaat worden. Kijk bijvoorbeeld naar de label C-verplichting voor kantoren. Hoe serieus wordt die genomen als slechts 55% van de gebouwen van de overheid zelf hieraan voldoet, zoals onlangs naar buiten kwam?’

Beimer: ‘Klimaat effecten zijn te beteugelen door strengere regels die effect hebben op de vastgoedmarkt. Mensen uit allerlei verschillende sectoren krijgen hiermee te maken, helemaal als je hier niet op voorbereid bent. Zelfregulering vindt blijkbaar niet genoeg plaats en daarom moet de overheid een helpende hand bieden aan de partijen die denken dat verduurzaming geen effect op ze heeft, omdat ze bijvoorbeeld het plan hebben om binnen enkele jaren weer te verkopen.’

Korenberg: ‘Wet- en regelgeving moet niet doorslaan, want dan verkramp je. In die zin is het kostenverhogend op de korte termijn: je moet capaciteit vrijmaken om te gaan voldoen aan de eisen, je moet juridische kennis inkopen, enzovoorts. De hele sector zit in een leercurve. Dat geldt ook voor de toezichthouders. Investerings zijn nodig om te kunnen voldoen aan alle vereisten uit de nieuwe wet- en regelgeving. Onze klanten vragen er ook naar.’

Beimer: ‘Pensioenfondsen sporen partijen aan om te verduurzamen, anders stappen ze er simpelweg uit. Het werkt door in de >



Jeroen Beimer

Hoofd Research,
Bouwinvest



Bernardo Korenberg

Hoofd Duurzaamheid,
Bouwinvest

gehele keten, want ook wij moeten onze samenwerkingspartijen bevragen om te kunnen voldoen aan wat gevraagd wordt.’

Er wordt regelmatig gesteld dat ‘groen’ vastgoed beter rendeert dan niet-duurzaam vastgoed. Waar wordt deze claim op gebaseerd en geldt dat voor alle sub-sectoren binnen vastgoed?

Beimer: ‘Een eenvoudig voorbeeld: ga naar Funda.nl en zie dat woningen met een slecht energielabel langer te koop staan dan woningen met de hoogste labels. Met een A-label ben je minder energiekosten kwijt. Onderzoek toont aan dat duurzame woningen al gauw 6 tot 7% meer waard zijn per vierkante meter.’

Korenberg: ‘Wij zien dat duurzamere gebouwen hogere huurprijzen hebben, hogere en stabielere bezettingsgraden kennen en veelal een hogere verkoopopbrengst hebben. Bovendien zijn ze ook veel prettiger om in te verblijven. Dus investeren in duurzame gebouwen is meer dan alleen ‘goed doen’. ‘Groen’ vastgoed rendeert beter en kent een aantrekkelijker risico-rendementsprofiel. We zien dit positieve effect terug in alle sectoren en zien de kloof tussen duurzaam en niet-duurzaam vastgoed alleen maar groter worden. De bewijsvoering wordt nu gecreëerd. Groen vastgoed wordt de standaard.’

Wat doet Bouwinvest op het gebied van de E, de S en de G?

Korenberg: ‘Als vermogensbeheerder dragen wij bij aan een duurzame, leefbare en toegankelijke stedelijke omgeving en aan het verbeteren van pensioenuitkeringen. We beleggen voor de lange termijn.’

‘We zien het positieve effect van duurzaam vastgoed terug in alle sectoren en zien de kloof tussen duurzaam en niet-duurzaam vastgoed alleen maar groter worden.’

‘Alle sectoren zullen worden geraakt door de effecten van klimaatverandering. Risico’s hebben een prijs en zullen vroeg of laat worden ingeprijsd.’

We focussen daarbij op duurzaam vastgoed en sociale verantwoordelijkheid. Dat betekent dat we, bij alle investeringen die we doen, onderzoeken welke ESG-risico’s er mogelijk spelen en welke positieve bijdrage we kunnen leveren aan thema’s als klimaatadaptatie, circulariteit en het zorgen voor Paris Proof-vastgoed. Daarnaast zijn leefbaarheid, seniorenwoningen en een toegankelijke woningmarkt belangrijk, zowel voor de maatschappij als voor het creëren van een stabiel rendement voor de pensioenfondsen waarvoor wij investeren. Om dit te bereiken, hebben wij ESG-doelstellingen waaraan we willen voldoen en die we willen meten. Daarbij leveren we ook een positieve bijdrage aan de SDGs. ESG wordt steeds meer geïntegreerd in onze organisatie. Hiervoor is onder andere een ESG-framework opgesteld.’

Welke kansen en uitdagingen zien jullie voor de komende jaren?

Korenberg: ‘Juist door wat de markt en de overheid van de sector en van ons vragen, zijn er grote kansen om ons te onderscheiden met dienstverlening en producten die echt verschil maken. Vastgoed is een kans om bij te dragen aan de energietransitie en de betaalbaarheid en om in te spelen op de vergrijzing. Dat klinkt eenvoudiger dan het is. Uitdagingen zijn er genoeg. Denk aan data en datakwaliteit rondom klimaatverandering en de (financiële) impact daarvan, aan het energiegebruik van huurders, aan de toepassing van meer bio-based en circulaire materialen en aan het meten van sociale impact. De transparantie in de markt moet verder omhoog. De nieuwe wet- en regelgeving helpt hierbij, maar de uitdaging is wel hoe we alles georganiseerd krijgen, financieel en praktisch, om de urgentie en de enorme uitdagingen waar we voor staan tijdig het hoofd te bieden.’

Er is in de sector een toenemende kans op stranded assets, wanneer vastgoedobjecten niet op tijd worden verduurzaamd. Tegelijkertijd biedt dit de kans om goedkoper aankopen te doen, om deze vervolgens te verduurzamen.’ ■

IN HET KORT

Door de stijging van de rente zijn de verschillen tussen rendementen op vastgoed en de risicovrije voet kleiner geworden.

Hoe groot de potentiële impact van klimaatrisico’s is, is afhankelijk van de locatie, de samenstelling en de kwaliteit van de portefeuille.

Wet- en regelgeving is in principe goed, maar moet niet doorslaan.

Duurzamere gebouwen hebben hogere huurprijzen, hogere verkoopopbrengsten en stabielere bezettingsgraden.

Er is een toenemende kans op stranded assets wanneer vastgoedobjecten niet op tijd worden verduurzaamd.

Financial literacy moet beter

Het gebrek aan financiële kennis –‘financial literacy’– van de gemiddelde consument is zorgelijk. Dat moet beter. Maar is het een onmogelijke taak, of doen we gewoon niet genoeg ons best?

Benjamin Franklin zei eens: ‘Een investering in kennis levert de hoogste rente op.’ Het is een uitspraak die actueler is dan ooit. Financial literacy is een essentieel onderdeel van de Retail Investment Strategy (RIS) die de Europese Commissie ontwikkelt op basis van het 2020 CMU Action Plan. RIS moet ervoor zorgen dat retailbeleggers ten volle kunnen profiteren van kansen op de kapitaalmarkt, zoals duurzame beleggingen, met sterke beleggersbescherming. Financiële geletterdheid speelt hierin een belangrijke rol, omdat die mensen helpt betere financiële beslissingen te nemen. Een mooi doel, maar ook een harde noot om te kraken. Hoe leg je iemand uit wat de gevolgen zijn van keuzes in de duurzaamheidsvragenlijst van de bank? Hoe help je iemand invulling te geven aan de individuele keuzeruimte binnen de pensioenregeling? Willen consumenten wel worden opgeleid en wie is hier eigenlijk verantwoordelijk voor? Overheden? Toezichthouders? Hebben financiële instellingen hier een rol in?



Door **Pieter van Putten**, CFA, Director & Chief Operating Officer, Ahlstrom Invest BV, en **Felicia Canté**, Legal Counsel bij Van Lanschot Kempen en lid van de Advocacy Commissie van CFA Society Netherlands.

In januari 2023 hebben de drie Europese toezichthouders EBA, EIOPA en ESMA, een rapport gepubliceerd over financial literacy, met een focus op digitale zaken zoals cybersecurity, scams en fraude. Het rapport bevat good practices met – wat ons betreft als beste aanbeveling, waar gepast – het toevoegen van ‘fun and entertainment’-elementen. Ook is in het rapport een overzicht opgenomen van initiatieven van de toezichthouders. Wat hierbij opvalt, is dat waar EIOPA en EBA initiatieven direct gericht op consumenten hebben gelanceerd, met bijvoorbeeld websites en video’s, de bijdrage van ESMA beperkt lijkt

tot het stimuleren van het delen van informatie over financial literacy-initiatieven onder toezichthouders en het publiceren van consumentenwaarschuwingen. Daarnaast gaat het rapport ook in op de risico’s die het verstrekken van informatie over beleggen via social media of door influencers met zich meebrengt. Regelmatig spelen hier eigen belangen en wordt misleidende informatie verstrekt. In het kader hiervan deed de AFM in 2021 een onderzoek naar ‘finfluencers’ (oftewel financiële influencers die zich op social media specifiek uitspreken over beleggen) met soortgelijke conclusies. De AFM gaf wel aan het als een positieve ontwikkeling te zien dat informatie over vermogensopbouw door social media toegankelijker is geworden. Het rapport van de Europese toezichthouders doet helaas geen aanbeveling over het gebruik van social media. Een gemiste kans. Veel mensen bereik je niet meer met een rapport of een brochure, dus sociale media bieden op dit punt mogelijkheden. Het rapport van Kantar uit augustus 2022, dat op verzoek van de Europese Commissie is gepubliceerd over het besluitvormingsproces van retailbeleggers, onderschrijft dit. Een van de conclusies is dat de informatieverstrekking over een financieel product een retailbelegger onvoldoende in staat stelt een beslissing te nemen. Bovendien overstijgt de informatieverstrekking niet de complexiteit van een product. Kortom, we zullen creatiever moeten worden, waarbij het ‘leuker’ maken, gaat helpen.

Financial literacy is dus noodzakelijk en het is de verantwoordelijkheid van alle marktpartijen om te zorgen dat de financiële geletterdheid verbetert, waarbij niet meer kan worden volstaan met de verplichte informatieverstrekking. Een enorme uitdaging, maar we moeten inderdaad beter ons best doen. Want meer kennis leidt tot hogere opbrengsten. Benjamin Franklin zou het daar wel mee eens zijn. ■

Batterijen, de sleutel tot de energie- transitie

Het kunnen opslaan van duurzaam opgewekte energie is cruciaal voor de energietransitie. De mogelijkheden hiervoor nemen toe en de verwachting is dat energieopslag via batterijen snel een regulier beleggingssegment zal worden.

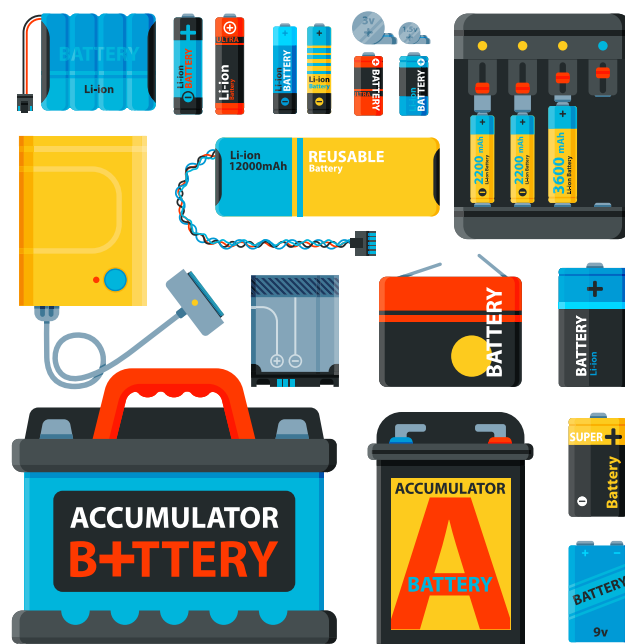
Door *Tim van Duren*

Het verduurzamen van energiebronnen staat meer dan ooit in de schijnwerpers. De nationale en internationale klimaatafspraken leidden de afgelopen jaren al tot veel meer investeringen in de infrastructuur van duurzame energie.

De oorlog in Oekraïne heeft hier een nieuwe dimensie aan toegevoegd. Na jarenlange nauwe samenwerking kan Europa nu niet meer rekenen op Russische gas- en olieleveringen. Daardoor is er voor Europa, naast de klimaatverandering, een tweede existentiële uitdaging bijgekomen: het moet structureel zelfvoorzienend worden in haar (duurzame) energievoorziening.

Fragiel netwerk

Door het streven naar deze zelfvoorziening is de expansie van duurzame energie in grote delen van de wereld nog verder in een stroomversnelling geraakt. Er is echter wel een cruciaal probleem: de energietekorten die optreden wanneer het te weinig waait of als de zon niet schijnt.



Dat dit een probleem kan zijn, werd de afgelopen jaren met name in de Verenigde Staten pijnlijk duidelijk. De enorme bosbranden in Californië en periodes van extreme kou zorgden voor blackouts, waardoor de stabiliteit van het elektriciteitsnetwerk een actueel thema werd. Dat netwerk is een delicaat systeem waar vraag en aanbod voortdurend perfect op elkaar moeten zijn afgestemd. En al zijn wind- en zonne-energie economisch zeer concurrerende energiebronnen, hun electriciteitsproductie is nu eenmaal niet constant, waardoor zij niet de non-stop stabiliteit kunnen bieden die het stroomnetwerk nodig heeft.

Om tijdelijke tekorten aan duurzame energie op te vullen en de stabiliteit van de stroomvoorziening te waarborgen, zijn momenteel nog steeds omstreden grondstoffen zoals kolen, gas of kernenergie nodig. Maar de werkelijke sleutel is opslagcapaciteit voor duurzaam opgewekte electriciteit. Batterijen zijn hiervoor een veelbelovende mogelijkheid, zoals ook te zien is in

de enorme groei die deze sector in de VS doormaakt.

Technologische vooruitgang

In energieopslag loopt de VS voorop. De kosten van (batterij)opslag zijn er in de afgelopen tien jaar met ongeveer 80% gedaald. De flinke bedragen die in onderzoek en de ontwikkeling van opslagtechnologieën zijn geïnvesteerd, hebben de technologische vooruitgang versneld. Daarnaast was er de positieve invloed van regelgeving om de ambitieuze doelen te halen die staten als Californië, New York en Massachusetts zichzelf hebben gesteld.

De capaciteit voor energieopslagprojecten in de VS verdrievoudigde naar 6 gigawatt in 2021 en doorbrak in 2022 de grens van 10 gigawatt. De energieopslagindustrie in de VS heeft het keerpunt bereikt en de investeringen van institutionele beleggers wereldwijd zullen dit proces nog verder versnellen.

Duurzame infrastructuur

De klimaatafspraken en de noodzaak tot meer zelfvoor-

ziening leiden tot grote investeringen in de duurzame energie-infrastructuur. Om weer een voorbeeld uit de VS te nemen: de verwachting is dat de duurzame energieopwekking er zal toenemen met 160 gigawatt tussen 2021 en 2025, terwijl de capaciteit van traditionele energiecentrales zal afnemen met 45 gigawatt. In de VS voorziet één gigawatt gemiddeld 750.000 huishoudens van stroom.

Daarnaast worden traditionele centrales, zoals kolen- en gasinstallaties, niet alleen niet meer bijgebouwd, ze worden pro-actief gesloten. New York sloot in 2021 de Indian Point nucleaire centrale, veertien jaar eerder dan gepland. En eerder al stelde General Electric een gasgestookte centrale buiten werking, terwijl die nog twintig jaar mee kon. Dat lijkt goed voor de transitie, maar een grote nucleaire centrale genereert eenzelfde hoeveelheid stroom als 25 grote windparken. Een kerncentrale heeft bovendien geen last van weerspatronen en biedt daarom stabiliteit voor het stroomnet.

De combinatie van meer duurzame energie en minder traditionele bronnen kan dus een risico vormen voor de balans op het stroomnetwerk

en daarvoor is energieopslag de oplossing. Het idee is simpel: als er een overschot is aan duurzame energie, bijvoorbeeld als het overdag in Texas hard waait of tijdens een zonnige middag in Californië, wordt het teveel aan energie opgeslagen en kan deze worden vrijgegeven in de uren dat er veel vraag naar is. Hierdoor kan energieopslag via batterijen de betrouwbaarheidsfunctie overnemen van de traditionele centrales.

Winstgevend

Energieopslag is niet alleen van groot duurzaam belang, het is zeker ook winstgevend. De schommelingen in de stroomprijzen komen daarbij van pas. In de olie- of gasmarkt is een prijsverandering tussen de 5% en 10% per dag al significant. In de elektriciteitsmarkt kunnen de groothandelsprijzen binnen een aantal uur 50% tot 100% stijgen of dalen. Op een gemiddelde dag in de periode van 2018 tot en met 2020 stegen in Californië bijvoorbeeld de elektriciteitsprijzen van 30 dollar per megawattuur aan het begin van de middag naar 70 dollar aan het begin van de avond.

Dit is voordelig voor beheerders van energieopslagfaciliteiten. In de middag produce-

ren zonne-energiecentrales meer energie dan er gebruikt wordt en kan er vanuit de opslag goedkoop opgeladen worden. Als 's avonds de natuurlijke productie daalt, stijgt juist de vraag naar energie en kan de opgeslagen elektriciteit tegen een hogere prijs aangeboden worden. De nieuwste technologie volgt dus het oude beleggersmanta: buy low and sell high.

Diversificatie van de portfolio

AI is energieopslag een relatieve nieuwe beleggingsklasse, het laat nu al zien dat het voor verschillende soorten beleggers interessant kan zijn. De ondernemingen die actief zijn in energieopslag leveren een essentiële dienstverlening. Ze bieden stabiliteit voor het stroomnetwerk. We zitten echter nog in de beginfase van de investeringscyclus en het is moeilijk voor concurrenten toegang te verkrijgen tot deze markt. De technische kennis is immers complex en de aanloopkosten zijn fors. De marges zijn daarentegen hoog en de assets hebben een lange levensduur.

Een belangrijk aspect is ook dat naarmate dit segment populairder wordt bij beleggers, de waarderingen zullen stijgen, omdat de sector snel als minder risicovol zal worden gezien. Dat is ook wat we zagen bij wind- en zonne-energie in de afgelopen tien tot twintig jaar. Het is onze verwachting dat energieopslag nog sneller volwassen wordt dan deze twee duurzame sectoren.

Alle seinen staan dus op groen voor een snelle groei. Hierdoor zal de energieopslagsector binnenkort, net als de wind- en zonne-energiebranche, een regulier segment van infrastructuurbeleggen worden. ■



Tim van Duren

Head of Institutional Business
in de Benelux en Denemarken,
UBS Asset Management

IN HET KORT

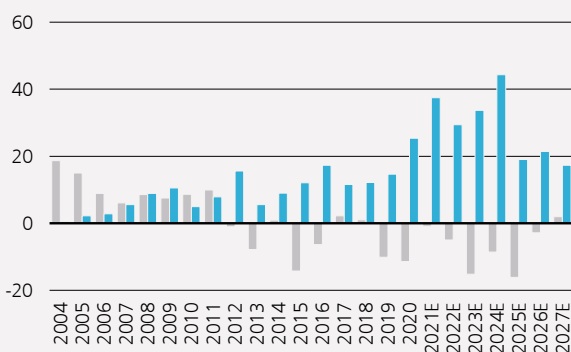
Het opslaan van duurzame energie is cruciaal voor de energietransitie.

Duurzame energie brengt een probleem met zich mee: als het weinig waait of de zon niet schijnt, leveren duurzame bronnen te weinig op.

Nu zijn er nog kolen-, gas- en nucleaire centrales nodig om tekorten op te vangen en het stroomnetwerk stabiel te houden.

De energieopslag via batterijen ontwikkelt zich snel. Het kan de stabiliserende functie van de traditionele centrales overnemen en bovendien een regulier beleggingssegment worden.

FIGUUR 1: HERNIEUWBARE ENERGIE VERVANGT THERMISCHE ELEKTRICITEITSPRODUCTIE (NETTOVERANDERING IN GIGAWATT)



Bron: EIA, augustus 2021

Vastgoed en de SFDR: aandachtspunten voor Principle Adverse Impacts

Welke gevolgen heeft de SFDR Level 2-regelgeving sinds 1 januari 2023 voor Nederlandse pensioenfondsen die in indirect vastgoed beleggen? Wat zijn de kansen en uitdagingen die daarbij komen kijken? En brengt deze wetgeving de gewenste transparantie?

Door Lilian ter Doest

Nederlandse pensioenfondsen met ecologische en/of sociale kenmerken moeten voldoen aan de informatieverplichtingen van artikel 8 van de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). De SFDR verplicht hen om een verklaring op hun website te plaatsen waarin staat of de belangrijkste ongunstige effecten van hun beleggingsbeslissingen op duurzaamheidsfactoren worden meegewogen: het zogenaamde principle adverse impacts statement (PAI). De verwachting is dat het merendeel van de Nederlandse pensioenfondsen kan worden gecategoriseerd als artikel 8-fonds en de negatieve impact meeneemt in hun beleggingsbeleid.

Voor niet-beursgenoteerde, binnen de EU gevestigde vastgoedbeleggingsfondsen geldt eveneens dat zij onder de SFDR-regelgeving vallen. Ook zij hebben in maart 2021

al moeten aangeven of zij zich kwalificeren als zogenaamd artikel 6-, 8- of 9-fonds en of, en in hoeverre, zij bij hun beleggingsbeleid de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren meewegen. Een inventarisatie, door ASR Real Assets Investment Partners bij een groot aantal Nederlandse en Europese vastgoedfondsen, leert dat ook hier de meeste fondsen aangeven onder artikel 8 te vallen en ongunstige effecten mee te wegen bij hun beleggingsbeleid.

Voor zowel Nederlandse pensioenfondsen als Europese vastgoedfondsen geldt dat zij, zij het ieder afzonderlijk, uiterlijk per 30 juni 2023 op hun website een rapportage over het jaar 2022 moeten publiceren op basis van de zogenaamde Regulatory Technical Standards (RTS). Voor pensioenfondsen geldt daarbij dat zij één rapportage moeten opleveren over de

gehele beleggingsportefeuille. Vastgoedfondsen moeten per fonds rapporteren over de vastgoedobjecten in de portefeuille.

Deze rapportages zijn gebaseerd op drie tabellen, waarbij de Europese wetgever gedetailleerd heeft voorgescreven hoe gerapporteerd moet worden en welke indicatoren aan de diverse standaarden ten grondslag liggen. De eerste tabel kent veertien verplichte milieu- en sociale indicatoren en twee verplichte indicatoren die van toepassing zijn op investeringen in (indirect) vastgoed (zie Figuur 1). Bij de andere tabellen moet per tabel over tenminste één van de 22 respectievelijk 24 indicatoren worden gerapporteerd. Een pensioenfonds dat in vastgoed belegt, moet dus over minimaal 18 indicatoren rapporteren. Voor in Europa gevestigde vastgoedfondsen (hierna: EU-vastgoedfondsen) geldt dat zij alleen over de twee verplichte vastgoedindicatoren hoeven te rapporteren en met betrekking tot de tweede tabel de verplichting hebben om te rapporteren over tenminste één van de vijf indicatoren die specifiek betrekking hebben op vastgoed (zie Figuur 2). Er is geen verplichting om over een indicator uit de door de EU opgestelde derde tabel te rapporteren.

Figuur 1 en 2 geven alle indicatoren voor EU-vastgoedfondsen en de bijbehorende parameters weer. Van vastgoedvermogensbeheerders en -adviseurs wordt verwacht dat zij aan een pensioenfonds één rapportage opleveren over de vastgoedbeleggingsportefeuille, waarbij alle RTS-informatie van de onderliggende vastgoedfondsen geïntegreerd is.

Hierbij spelen onder andere de volgende aandachtspunten een rol:

- Er zal een mismatch ontstaan op vastgoedportefeuilleniveau doordat EU-vastgoedfondsen verschillende keuzes maken uit de vijf keuze-indicatoren van de tweede tabel (uit Figuur 2). Omdat pensioenfondsen een bredere keuze aan indicatoren hebben, met tenminste één indicator uit de door de EU opgestelde derde tabel, zal er ook een mismatch zijn tussen de indicatoren van het pensioenfonds zelf in relatie tot de vastgoedportefeuille. De vraag is hoe een pensioenfonds omgaat met informatie over vastgoedindicatoren die wél gerapporteerd worden, maar die buiten de scope van de eigen rapportage vallen. Het staat pensioenfondsen vrij om over meer indicatoren van de tweede tabel te rapporteren, dan alleen de verplichte.
- De rekenmethodiek die ten grondslag ligt aan de verplichte energie-efficiëntie gaat uit van EPC/BENG labels. Veel landen in Europa hebben voor deze labels andere voorwaarden. Ook is er soms nog geen verplichte wetgeving voor energielabels, waardoor deze informatie in het geheel niet beschikbaar is.
- Per vastgoedfonds zal de data coverage uiteen gaan lopen. Dat geldt met name voor de indicatoren energie-efficiëntie, broeikasemissies en energieverbruik. Voor een goede vergelijking van de vastgoedfondsen onderling en van de vastgoedportefeuille als geheel is het belangrijk om per vastgoedfonds te streven naar een zo hoog mogelijke data coverage. Veel data zijn (nog) niet voorhanden en/of vastgoedmanagers zijn nog druk bezig om hun

data coverage te verhogen. Zonder goed vergelijkbare (en gevalideerde!) data en data coverage wordt het toch echt appels met peren vergelijken. Hier komt nog eens bij dat in veel landen wet- en regelgeving in de weg staat bij het vergaren van de benodigde data. Zo is het bij woningen veelal moeilijk om de Scope-3 gegevens te verkrijgen. Verhuurders kunnen huurders vaak niet dwingen om de gegevens over hun energieverbruik met hen te delen.

- Bij de vergelijking van

vastgoedfondsen onderling gaan we ook sectorale verschillen zien bij de indicatoren die betrekking hebben op data. Woningen, kantoren, winkels en logistiek hebben allemaal hun eigen karakteristieken en daarmee samenhangende data.

- De buiten Europa gevestigde vastgoedfondsen zijn niet verplicht om informatie aan te leveren die voldoet aan de rapportagevereisten van de RTS. Pensioenfondsen moeten het vermogen in deze vastgoedfondsen wel in

hun RTS-rapportage meenemen, waardoor de duurzame scores/resultaten waarschijnlijk lager uitkomen in vergelijking met een pensioenfonds dat alleen in EU-vastgoedfondsen belegt. Een oplossing is om deze buitenlandse vastgoedfondsen, via engagement van Europese investeerders, zover te krijgen dat zij tóch een rapportage conform de RTS opleveren.

- Voor ontbrekende data heeft de European Securities and Markets Authority (ESMA) aangegeven, dat er schattingen gebruikt mogen worden (mits verklaard). Het is nog onduidelijk of, en in hoeverre, vastgoedfondsen hiervan gebruik zullen maken en welke bronnen zij daarvoor benutten. Zolang dat geen uniforme bronnen zijn, wordt vergelijking onderling of aggregatie op portefeuilleniveau alleen maar ingewikkelder.
- Last but not least: de deadline voor zowel EU-vastgoedfondsen als pensioenfondsen is dezelfde, namelijk 30 juni 2023. De kans is zeer reëel dat pensioenfondsen in de knel komen met het tijdig publiceren van hun RTS-rapportage. Het is dus zaak dat de vastgoedvermogensbeheerder of -adviseur tijdig voorsorteert.

Kortom: een RTS-rapportage op vastgoedportefeuille-niveau kent de nodige uitdagingen en dient naar mijn mening vergezeld te gaan van een duidelijke toelichting over de achtergrond en samenstelling van deze rapportage. Een goede vastgoedvermogensbeheerder moet in staat zijn om deze informatie geaggregeerd aan te leveren en te duiden, om vervolgens samen met het pensioenfonds de richting te bepalen van de verdere acties



Lilian ter Doest

Senior Consultant Real Estate & Infrastructure, ASR Real Assets Investment Partners

en doorontwikkeling van het duurzame vastgoedbeleid. De SFDR-regelgeving brengt met zich mee dat pensioenfondsen qua RTS-rapportage juridisch kunnen volstaan met het opleveren van één geaggregeerde rapportage over hun totale beleggingsportefeuille, maar dat een pensioenfonds er naar verwachting niet aan ontkomt om de RTS-inzichten en -resultaten uit te splitsen naar de verschillende beleggingscategorieën, met als doel duidelijk en begrijpelijk richting de deelnemers te communiceren over de duurzame ontwikkelingen van de beleggingsportefeuille op de lange termijn. Daarbij moeten we niet uit het oog verliezen dat in deze rapportage voor de vastgoedsector (en daarmee ook voor de pensioensector) belangrijke duurzame componenten en effecten, zoals het herontwikkelen en verduurzamen van gebouwen, en fysieke klimaatrisico's te weinig of in het geheel niet worden meegenomen. En dit zijn nu juist componenten die een zeer belangrijke bijdrage kunnen leveren aan duurzame economische groei en een Paris Proof-portefeuille op de lange termijn. Mutatis mutandis geldt eigenlijk hetzelfde voor alle institutionele beleggers die beleggen in indirect vastgoed. Het zal nog wel even duren voordat we door het oerwoud van gegevens en rapportages het bos kunnen zien. ■

FIGUUR 1: TABEL VERPLICHTE INDICATOREN VOOR VASTGOEDACTIVA

Indicator ongunstige effecten op duurzaamheid	Parameter
Fossiele brandstoffen	17. Blootstelling aan fossiele brandstoffen via vastgoedactiva Aandeel beleggingen in vastgoed-activa die een rol spelen bij het winnen, opslaan, vervoeren of produceren van fossiele brandstoffen
Energie efficiëntie	18. Blootstelling aan energie-inefficiënte activa Aandeel beleggingen in energie-inefficiënte activa

Bron: Joint ESAs Final Report on RTS under SFDR, ASR Real Assets Investment Partners

FIGUUR 2: TABEL ADDITIONELE KEUZE-INDICATOREN VOOR VASTGOEDACTIVA

Indicator ongunstige effecten op duurzaamheid	Parameter
Broeikasgasemissies	18. Broeikasgasemissies (BKG) Door vastgoedactiva veroorzaakte Scope 1 BKG-emissies
	Door vastgoedactiva veroorzaakte Scope 2 BKG-emissies
	Door vastgoedactiva veroorzaakte Scope 3 BKG-emissies
	Totale door vastgoedactiva veroorzaakte BKG-emissies
Energieverbruik	19. Intensiteit energieverbruik Energieverbruik in GWh van vastgoedactiva in eigendom, per m ²
Afval	20. Afvalproductie bij activiteiten Aandeel vastgoedactiva die niet zijn uitgerust met voorzieningen voor het sorteren van afval en die niet onder een overeenkomst voor terugwinning of recycling van afval vallen
Hulpbronnenverbruik	21. Verbruik van grondstoffen voor nieuwbouw en ingrijpende renovaties Aandeel bouwgrondstoffen (teruggewonnen, gerecyclede en biomaterialen uitgezonderd) ten opzichte van het totaalgewicht van voor nieuwbouw en ingrijpende renovaties gebruikte bouwmaterialen
Biodiversiteit	22. Verharding van de bodem Aandeel niet-begroeid oppervlak (oppervlakken zonder bodemvegetatie, evenals dak-, terras- en muuroppervlakken) ten opzichte van het totale grondoppervlak van alle activa

Bron: Joint ESAs Final Report on RTS under SFDR, ASR Real Assets Investment Partners

De liquiditeit van beursgenoteerd vastgoed

Veel beleggers willen hun vastgoedallocaties verminderen. Beursgenoteerd vastgoed heeft echter ondergewaardeerde kwaliteiten, zoals liquiditeit, die gunstig kunnen zijn voor portefeuilles op verschillende momenten in de cyclus.

Door *Shaun Stevens*

Eind 2022 bood de markt voor beursgenoteerd vastgoed voor veel beleggers geen handig instapmoment, zelfs niet met relatief goedkope waarderingen, na een jaar met rendementen van -25% en een zwak 2020, toen de rendementen kelderden na de uitbraak van COVID-19. De belangstelling van beleggers voor de sector zal op korte termijn waarschijnlijk nog onzeker blijven. Althans, totdat de centrale banken stoppen met het verhogen van de rente.

Niettemin hebben beursgenoteerd vastgoed en vastgoed in het algemeen sinds het einde van de financiële crisis sterk gepresteerd in beleggingsportefeuilles. Vastgoed heeft op de lange termijn aantrekkelijke rendementen en hoge dividendinkomsten opgeleverd. Het heeft diversificatiepotentieel en levert 'outperformance' in perioden van inflatie. Dit zijn allemaal factoren die goed gedocumenteerd zijn en in

verband worden gebracht met zowel direct vastgoed als niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Maar dezelfde kenmerken gelden voor beursgenoteerde vastgoedbedrijven.

Beleggers worden aangetrokken tot vastgoed omdat inkomsten uit huur en vermogen winst opleveren en omdat vastgoed toegang geeft tot verschillende segmenten van de economie. Beleggers kunnen rechtstreeks investeren door vastgoed zelf aan te schaffen, of indirect door aandelen te kopen in beursgenoteerde bedrijven of niet-beursgenoteerde beleggingsvehikels. De wereldwijde vastgoedmarkt vertegenwoordigt zo'n 36 biljoen dollar¹. De beursgenoteerde vastgoedsector geeft beleggers toegang tot duizenden panden tegen minimale kosten en tot de hele economie via een breed scala aan vastgoedsectoren.

Sommige beleggers hebben hun strategieën heroverwo-

gen vanwege de impact van de dalende waarden in alle asset classes sinds begin 2022. Dit heeft geleid tot overallocaties in private assets zoals vastgoed, het zogenaamde denominator-effect. Veel beleggers willen terugkeren naar de oorspronkelijk beoogde allocaties door vastgoedbeleggingen te verkopen, met wisselend succes.

Duurzame langetermijninkomsten

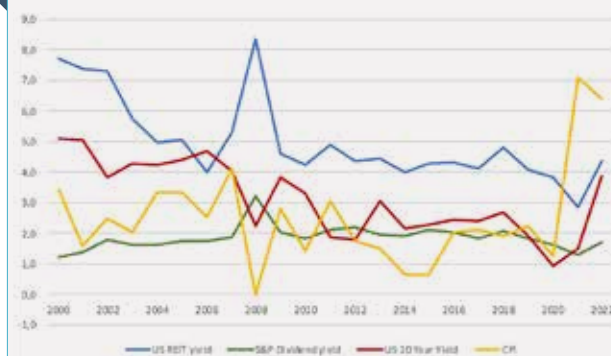
Een strategische allocatie naar vastgoed en beursgenoteerd vastgoed heeft langetermijnbeleggers goede diensten bewezen. Vastgoed en beursgenoteerd vastgoed hebben gedurende 10 tot 20 jaar forse rendementen opgeleverd. Bovendien hebben zij het aanzienlijk beter gedaan dan de inflatie. Beleggers bezitten vastgoed voor de inkomsten. Beursgenoteerd vastgoed biedt doorgaans een hoog dividendrendement in vergelijking met obligaties en aandelen, hoewel dit rendement lager is dan bij direct vastgoed.

Het totale rendement van vastgoed werd in het verleden ondersteund door groeiende dividendinkomsten. De asset class heeft ook een positieve inflatiegevoeligheid, wat blijkt uit de prestaties van beursgenoteerd vastgoed tijdens diverse perioden van inflatie. Hoewel de inflatie in 2022 het negatieve rendement van alle asset classes heeft overtroffen, is het rendement van vastgoedaandelen historisch gezien hoger geweest dan de inflatie.

Diversificatie

Het toevoegen van vastgoed aan een portefeuille van obligaties en aandelen verbetert van oudsher de efficiëntie van een portefeuille. Beursgenoteerd vastgoed kan een vergelijkbaar voordeel opleveren. Op de korte termijn is beursgenoteerd vastgoed gevoelig voor de volatiliteit op de beurzen en heeft het een relatief hoge correlatie met aandelen. Op de lange termijn vertoont beursgenoteerd vastgoed echter doorgaans lage correlaties met andere beleggingscategorieën en zijn

FIGUUR 1: DIVIDENDRENDAMENT VAN BEURSGENOTEERD AMERIKAANS VASTGOED EN VAN AMERIKAANSE AANDELEN EN HET MARKTRENDAMENT VAN 10-JAARS AMERIKAANSE OBLIGATIES VERSUS DE INFLATIE SINDS 2000.



Bron: GPR, Nasdaq, FRED, dividendrendement Amerikaanse aandelen, rendement op S&P 500 bedrijven, december 2022, Consumentenprijsindex voor alle stedelijke consumenten (alle artikelen in gemiddelde Amerikaanse stad, index 1982-1984=100, maandelijks, seizoen gecorrigeerd).

de diversificatievoordelen duidelijker zichtbaar. Zoals blijkt uit Figuur 2, hebben vastgoedaandelen over langere perioden een hogere correlatie met niet-beursgenoteerd vastgoed en een lagere correlatie met aandelen. En over perioden van 10 jaar hebben zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed een relatief lage correlatie met obligaties. Beursgenoteerd vastgoed is dus een nuttige aanvulling op, of een vervanging van, direct vastgoed, om de bredere diversificatie in de portefeuille te vergroten en de efficiëntie te verbeteren.

Volatiliteit, liquiditeit en 'redemption'

Volgens de resultaten van onderzoeken naar de vooruitzichten van beleggers, zijn veel beleggers van plan hun allocaties naar vastgoed te verlagen. Maar het aflossen van kapitaal blijkt een uitdaging voor beleggers in private vastgoedvehikels. Beleggers waren in het vierde kwartaal van 2022 niet in staat om hun beleggingen in vooraanstaande Amerikaanse

niet-verhandelde REITs af te bouwen². Hoewel het niet vaak voorkomt, is het niet ongebruikelijk dat beheerders van private open-end vastgoedfondsen hun fondsen sluiten voor uittredingen. De ECB heeft na een crisis in Duitsland in 2006 gewaarschuwd voor liquiditeitsrisico's in niet-beursgenoteerde fondsen, met name open-end fondsen³. De Britse vastgoedfondsensector had soortgelijke illiquiditeitsproblemen in 2008, in 2016 en na de begrotingsproblemen van de Britse regering in oktober 2022.

Langetermijnbeleggers die twijfelen of ze kapitaal naar vastgoed moeten alloceren gezien de problemen met uittredingen, zouden de liquiditeit van de beursgenoteerde vastgoedmarkt in overweging kunnen nemen.

Het verschil in liquiditeit kan worden geïllustreerd door na te gaan hoe lang het duurt om een directe vastgoedportefeuille en een wereldwijde beursgenoteerde vastgoedportefeuille te verkopen. Uit in 2015

gepubliceerd onderzoek bleek dat beleggers in beursgenoteerd vastgoed grote effectenportefeuilles binnen enkele dagen van de hand konden doen. Daarentegen kan het verkopen van directe vastgoedportefeuilles van vergelijkbare omvang tot wel negen maanden duren, zelfs onder gunstige marktomstandigheden⁴.

De traditionele beleggingskenmerken van direct onroerend goed worden gedeeld door vastgoedaandelen. Beursgenoteerd vastgoed is volatieler, maar heeft aanzienlijke liquiditeitsvoordelen ten opzichte van privaat vastgoed. De strategische belegger zal de ene route niet boven de andere kiezen.

Beursgenoteerde vastgoedaandelen worden soms alleen maar als aandelen gezien. Nadere beschouwing van de langetermijnkenmerken ervan leert echter dat het echt om vastgoed gaat. Beursgenoteerd vastgoed deelt evenwel dezelfde liquiditeitsvoordelen als aandelen.

De vastgoedstrategie van een organisatie moet zowel publieke als private markten omvatten. Een van de grote voordelen van beursgenoteerd vastgoed is dat beleggers kunnen profiteren van de voor direct vastgoed kenmerkende diversificatiekenmerken, zonder dat dit ten koste gaat van de liquiditeit van hun portefeuille. ■

- 1 Bron: The Case For U.S. Listed Real Estate, CBRE Investment Management, maart 2022.
- 2 Bloomberg News, 6/12/2022
- 3 ECB Financial Stability Review december 2006
- 4 The case for listed real estate in a multi-asset portfolio, BNP Paribas Investment Partners, 2015.

Disclaimer

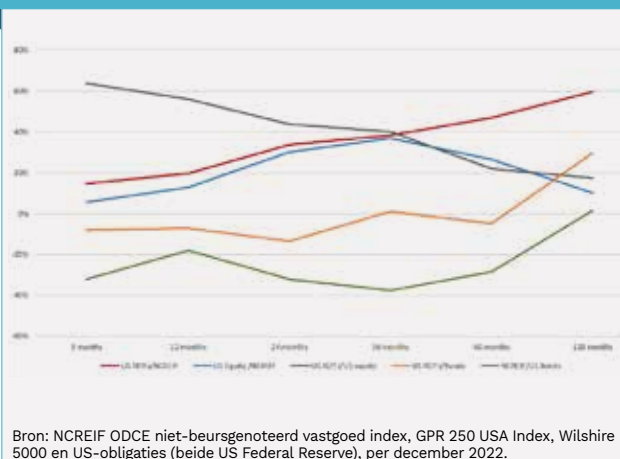
Het artikel geeft de eigen standpunten van de auteur weer.



Shaun Stevens

Investment Strategist, verbonden aan Almazara, GREEN en Real Assets Research

FIGUUR 2: DOORLOPENDE CORRELATIES VAN TOTALE RENDEMENTEN VOOR VERSCHILLENDE PERIODEN SINDS 1990, VOOR AMERIKAANSE REIT'S, AMERIKAANS NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED, AMERIKAANSE TREASURIES EN AMERIKAANSE AANDELEN.



IN HET KORT

Vastgoed heeft sterk gepresteerd ten opzichte van andere assets en biedt een diversificatie van de portefeuille.

In 2022 konden sommige beleggers geen geld terughalen uit private vastgoedfondsen.

Beursgenoteerd vastgoed heeft op de langere termijn vergelijkbare kenmerken als niet-beursgenoteerd en direct vastgoed.

Beursgenoteerd vastgoed is gevoelig voor volatiliteit op de korte termijn, maar kan liquiditeit verschaffen aan uittredende beleggers in perioden van marktstress.

Hypotheeken nog steeds uitstekende belegging

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



De keuze voor hypotheek in de portefeuille is een lange-termijnbeslissing. Het kredietrisico ligt al jaren onder het niveau van wat eigenlijk in de rente wordt meegenomen. Als de risico-opslag nu wat hoger is, wordt dat dus meer dan gecompenseerd. Ook onder het nieuwe pensioenstelsel zullen hypotheek naar verwachting een aantrekkelijke beleggingscategorie blijven.

In hoeverre zijn Nederlandse hypotheek nog aantrekkelijk voor pensioenfondsen?

Bas van Ooijen: 'Ik zie hypotheek vooral als een beleggingscategorie met een mooie mogelijkheid om een aantrekkelijke spread binnen te halen ten opzichte van de traditionele fixed income-instrumenten. Wij proberen een beetje weg te blijven van tactische allocatie en het timen van de markt, want dat is buitengewoon lastig voor hypotheek. Ik denk dat hypotheek voor de lange termijn aantrekkelijk blijven.'

Martijn Winkelhagen: 'Hypotheek zijn nog steeds een uitstekend instrument vanuit risico-rendementsperspectief en uiteindelijk ook voor de renteaafdekking van de verplichtingen. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat de 'mismatch' tussen hypotheek-rentetarief-aanpassingen (waardering beleggingen) en wijzigingen in de swapcurve (waardering verplichtingen) een punt van aandacht dient te zijn.'

Markus Schaen: 'Ook al zijn de kredietvergoedingen in andere delen van de markt in het afgelopen jaar opgelopen, hypotheek zijn nog altijd aantrekkelijk in vergelijking met andere asset classes. Gerelateerd aan het kredietrisico of de rating krijg je een behoorlijke vergoeding. Ondanks hoge bestedingsinflatie en hoge energiekosten zijn betalingsissues de laatste jaren nauwelijks opgelopen. Nog altijd geldt: eerst de hypotheek betalen.'

Bob van de Straat: 'Vanuit een risico-oogpunt zijn hypotheek aantrekkelijk omdat er zo in de beleggingsportefeuille spreiding komt over individuen, bedrijven en overheden die verschillende inkomstenbronnen hebben, respectievelijk lonen, winsten en belastingen.'

Evelien van Hilten: 'Hypotheek zijn een langetermijnbelegging en het kredietrisico ligt al jaren onder het niveau van wat eigenlijk in de rente wordt meegenomen. Als de risico-opslag nu tijdelijk een beetje hoger is, wordt dat meer dan gecompenseerd. Bij het investeren in hypotheek moet je je huiswerk doen door hypotheek te verstrekken op basis van de betaalbaarheid en een goede inschatting van het risico op de lange termijn.'

Hoe beïnvloeden het huidige renteklimaat en de huidige volatiliteit de keuze voor Nederlandse hypotheek?

Erik Prakken: 'Over het algemeen zijn hypotheek een allocatie voor de lange termijn. Gemiddeld kun je 150 basispunten spread halen en daar zijn de meeste pensioenfondsen wel blij mee. Dat geldt ook voor het feit dat je consumentenexposure hebt, wat de diversificatie ten goede komt. Wel zien we de vraag recent afnemen door de gestegen liquiditeitsbehoefte uit onderpandverplichtingen. Enkele van onze klanten hebben hun openstaande commitments al gepauzeerd. Verder kun je stellen dat de spread, door de gestegen rente op veilige staatsleningen, relatief iets minder aantrekkelijk is geworden.'

Van Ooijen: 'Het is natuurlijk betrekkelijk moeilijk om op basis van marktontwikkelingen bij te sturen in een minder liquide beleggingscategorie. Je hebt een bestaande allocatie voor de lange termijn. Bijsturingen op basis van marktontwikkelingen blijven volgens mij in de marge.'

Van de Straat: 'De keuze voor hypotheek is een langetermijnbeslissing. Daarbij vinden we het van belang dat een minimale opslag wordt behaald voor de portefeuille. Het kan zijn dat die minimale opslag wat hoger komt te liggen door de volatiele rentebewegingen. Als de minimale opslag voldoende is, zijn we daar blij mee.'

Schaen: 'Wij kijken naar de risico's en de vergoedingen die we daarvoor willen zien. De vergoedingen per risico vertalen zich opgeteld in een minimumopslag per bucket. Indien ten aanzien van een bepaalde bucket de daadwerkelijke opslag onder de minimumopslag ligt, dan stoppen we tijdelijk de productie in die bucket. We berekenen voortdurend de risico's en kijken steeds of de vergoedingen die we voor de risico's ontvangen nog acceptabel zijn. Je ziet dat er dingen veranderen. Zo is de meeneemregeling in de huidige renteomgeving een risico geworden. Ook kan de impact >

Voorzitter:

Monique Sueters,
AZL

Deelnemers:

Evelien van Hilten,
DMFCO

Kay Mennens,
APG

Bas van Ooijen,
Pensioenfondsen
Horeca & Catering

Erik Prakken,
Achmea Investment
Management

Markus Schaen,
MN

Bob van de Straat,
PGGM

Martijn Winkelhagen,
Stichting Pensioenfondsen
IBM Nederland (SPIN)



VOORZITTER

Monique Sueters

Monique Sueters is sinds maart 2021 CEO en Statutair Directeur van AZL. Daarvoor was ze ruim vier jaar Directeur Hypotheek & Consumptief Krediet bij NN Bank. In diverse leidinggevende en directeursfuncties binnen ING en NN Group was ze verantwoordelijk voor het realiseren van groei, een hogere klanttevredenheid, productontwikkeling, digitalisering, systeemvernieuwing en transformatie. Sueters studeerde Bedrijfskunde aan de Rijksuniversiteit Groningen.



Evelien
van Hilten

Evelien van Hilten is sinds anderhalf jaar Hoofd Portfolio Management bij DMFCO, de asset manager achter MUNT Hypotheken. Daarvoor heeft ze gewerkt als Investment Manager voor Philips Pensioenfonds en als Portfolio Manager Hypotheken en RMBS bij NNIP. Van Hilten is haar carrière, na haar studie Algemene Economie in Leuven, gestart als Risk Manager. Naast haar huidige rol bij DMFCO is zij Lid van de RvT van BPF Foodservice.



Kay
Mennens

Kay Mennens is Senior Portfolio Manager in het Alternative Credits team bij APG Asset Management. Hij is verantwoordelijk voor de directe beleggingen in Nederlandse hypotheeken en beheert de Europese securitisatieportefeuille. Mennens heeft een MSc in Quantitative Finance & Actuarial Sciences van Tilburg University en heeft de opleiding Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam afgerond.



Bas
van Ooijen

Bas van Ooijen is sinds 2011 werkzaam als Head of Investment Management bij Pensioenfonds Horeca & Catering. Hiervoor was hij werkzaam als vermogensbeheerder bij levensverzekeraar Robein. Van Ooijen studeerde Bedrijfs-economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij rondde de VBA-opleiding aan de Vrije Universiteit Amsterdam af en is CAIA-charterholder.



Erik
Prakken

Erik Prakken is Senior Portfolio Manager bij Achmea Investment Management. Eerder was hij werkzaam als Portfolio Manager bij DNB Asset Management en bij ING Investment Management. Prakken is Voorzitter van de RvT van Stichting Mendoo (hulp bij huiselijk geweld). Hij heeft Financiering & Belegging en Vermogensbeheer gestudeerd aan de Rijksuniversiteit Groningen en is CFA-charterholder.



Markus
Schaen

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



Bob
van de Straat

Bob van de Straat is sinds juni 2022 werkzaam bij PGGM als Senior Investment Consultant – Fiduciair Advies. Eerder werkte hij tien jaar bij MN. Sinds 2018 is hij in verschillende rollen betrokken bij beleggingen in hypotheeken. Van de Straat is afgestudeerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en is CFA-charterholder.



Martijn
Winkelhagen

Martijn Winkelhagen is Investment Manager bij Stichting Pensioenfonds IBM Nederland. Hij is verantwoordelijk voor het vermogens- en balansbeheer, zowel strategisch als operationeel. Eerder was hij werkzaam als optie- en arbitragehandelaar en als intern consultant op het gebied van bedrijfsprocessen. Winkelhagen is afgestudeerd Bedrijfskundige in de financiële richting aan de Rijksuniversiteit Groningen.

‘Ik kan me voorstellen dat als je voor het flexibele contract gaat, het vanwege de liquiditeit lastiger wordt om veel hypotheeken in de allocatie op te nemen.’

van een risico veranderen, bijvoorbeeld door veranderingen in de wetgeving of door marktontwikkelingen. Het offerterisico is bijvoorbeeld sterk toegenomen nu we ons in een omgeving van stijgende hypotheekrentes bewegen. Maar al met al zitten we onder de streep nog steeds goed.’

Kay Mennens: ‘Met betrekking tot de aannames voor vervroegde aflossingen ga je nu mogelijk wat aanpassingen maken. De duration wordt misschien iets langer dan je had gedacht, maar dat heeft vooralsnog nauwelijks invloed op de allocatie.’

Winkelhagen: ‘Door de meeneemregeling loop je als belegger wat rendement mis. Aan de andere kant wordt het risicoprofiel van de betreffende hypotheek iets verbeterd.’

Wat zijn de gevolgen van het nieuwe pensioenstelsel voor beleggen in Nederlandse hypotheek?

Van Ooijen: ‘Vanuit matchingperspectief is een interessante discussie te voeren. Er zal zeker dynamiek ontstaan. Er zijn bijvoorbeeld argumenten om hypotheek aan de returnkant voor wat minder risicodragend kapitaal in te zetten. Maar ik zie niet zozeer dat hypotheek onaanvaardbaar zouden zijn in het nieuwe pensioenstelsel. Ik kan me wel voorstellen dat als je voor het flexibele contract gaat, het vanwege de liquiditeit lastiger wordt om veel hypotheek in de allocatie op te nemen. Voor de solidaire regeling zie ik dat echter niet gebeuren.’

Prakken: ‘Bij ons wordt nagenoeg de totale exposure ingevaren in het nieuwe pensioenstelsel, waarmee de allocatie niet drastisch zal wijzigen. Wij denken dat hypotheek ook in het nieuwe stelsel aantrekkelijk blijven. De illiquiditeit is weliswaar een negatief punt, maar daar staan een aantrekkelijke illiquiditeitspremie en goede diversificatie-eigenschappen tegenover. Het is wel belangrijk om onderscheid te maken tussen de twee nieuwe contracten. In de solidaire regeling wijken de ruimte en mogelijkheden voor illiquide beleggingen naar verwachting niet veel af van het huidige stelsel. Maar ook binnen het flexibele contract zien wij ruimte voor illiquide beleggingen zoals hypotheek. Het betekent waarschijnlijk wel dat de illiquide exposures gezamenlijk met liquide beleggingen beheerd moeten worden in één portefeuille. Wij denken daarom aan een flexibele schil van liquide beleggingen rondom een kernallocatie van illiquide beleggingen, om toch het in- en uitstappen te faciliteren.’

Winkelhagen: ‘Ik denk dat je in een flexibele regeling goed uit de voeten zou kunnen met hypotheek en andere illiquide asset classes indien je ‘buckets’ kunt maken met meerdere instrumenten die voor liquiditeit kunnen zorgen. Dit zou je in combinatie kunnen doen met bijvoorbeeld matchingportefeuilles met verschillende durations, een returnportefeuille en een soort diversified matchingportefeuille. Hierin zou je hypotheek bijvoorbeeld kunnen combineren met een allocatie naar staatsobligaties en bedrijfsobligaties voor de nodige liquiditeit, waarbij bijsturing plaatsvindt binnen de gecombineerde portefeuille met bepaalde bandbreedtes.’

Schaen: ‘Hoewel de redenen om hypotheek aan te houden mogelijk deels verschillen, zie ik zowel onder de solidaire als onder de flexibele regeling ruimte voor hypotheek in de portefeuille.’

Concurreren pensioenfondsen met elkaar als het gaat om hypotheekleningen?

Van Hilten: ‘Op ons platform is het juist goed dat pensioenfondsen samenwerken in de hypotheekmarkt. Dat maakt het platform ook mogelijk. Juist door de verschillende behoeftes van pensioenfondsen is er continuïteit op het platform, wat weer goed is voor onze zichtbaarheid in de markt. De adviseur weet dat wij er altijd zijn.’

Winkelhagen: ‘In feite ben je aan het concurreren. Je wilt een portefeuille zo snel mogelijk opgebouwd hebben en als er dan meer vraag is, ben je zeker in concurrentie met elkaar, ondanks afspraken over hoe je de opbouw regelt. Wel merk ik dat juist bij Nederlandse hypotheek veel afstemming plaatsvindt tussen pensioenfondsen.’

Schaen: ‘Waarschijnlijk zouden hypotheektarieven hoger liggen als er naast onze opdrachtgevers geen andere pensioenfondsen in hypotheek zouden beleggen. Er is geen andere asset class waarover ik zoveel van gedachten wissel met andere pensioenfondsen en fiduciairs, dan hypotheek. Daar vinden wij elkaar. Er kunnen wel discussies ontstaan over het beleggingsbeleid van bepaalde hypotheekfondsen waar we met anderen in zitten, bijvoorbeeld over de risico's of over waar de hoogste >

‘Hypotheek zijn nog steeds een uitstekend instrument vanuit risicorendementsperspectief.’

rendementen te behalen zijn. Maar ik zou dat toch niet als concurrentie willen betitelen.’

Mennens: ‘Als wij een nieuw mandaat krijgen, gaan we kijken waar we dat op een goede manier kunnen beleggen. Als we bij de ene partij een jaar moet wachten voordat we aan de beurt zijn, valt die eerder af dan een partij waarbij we al na twee maanden aan de bak kunnen. Die concurrentie speelt dus ook aan de aanbodzijde. Als de hypotheekmarkt een stuk kleiner wordt, gaat concurrentie tussen pensioenfondsen denk ik wel een rol spelen. Als er veel vraag is naar hypotheekleningen, blijven de spreads wel laag.’

Prakken: ‘We zien dat veel pensioenfondsen al op of boven hun normweging zitten, dus kun je niet echt meer spreken van concurrentie. Wel zagen we eerder dat veel van onze klanten tegelijkertijd in het lange rentevastsegment wilden origineren, waardoor de opbouw vertraging opliep.’

‘Ik zie hypotheek vooral als een beleggingscategorie met een aantrekkelijke spread.’

Van Ooijen: ‘Ik ben toch wel benieuwd naar de dynamiek in de markt die we nu zien en de betekenis daarvan voor de spreads. We hebben de markt al jarenlang alleen maar zien groeien en rentes zien dalen. Daar is een einde aan gekomen en er komen buitenlandse partijen de markt op. Je zou verwachten dat de spreads dan naar beneden gaan, maar dat is, historisch gezien, moeilijk te voorspellen. Wij denken wel dat we op de lange termijn op hypotheek een spread van gemiddeld 150 tot 200 basispunten zouden moeten kunnen halen.’

Het investeren in Nederlandse woninghypotheek was lange tijd vooral een Nederlandse aangelegenheid. In de laatste jaren zien we ook buitenlandse partijen deze markt betreden. Wat vinden jullie van deze ontwikkeling?

Van Ooijen: ‘Op zich is dat een goede ontwikkeling, in de zin dat de investor base wat breder wordt. Nederlandse pensioenfondsen doen grotendeels hetzelfde. Door de komst van buitenlandse institutionele partijen kan er best een andere dynamiek ontstaan en dat is niet verkeerd.’

Schaen: ‘Ik vind het positief dat er meer marktpartijen zijn. Het is goed dat er andere typen investeerders zijn, met andere overwegingen om te beleggen en met andere exit-momenten.’

Mennens: ‘Ik hoor hier en daar dat buitenlandse beleggers misschien wat voorzichtiger zijn op momenten dat het een beetje tegenzit. Dan zouden ze pas op de plaats maken of een stap terugdoen, waardoor je er op de lange termijn niet zo van op aan kunt. Het is al een paar keer gezegd: Nederlandse pensioenfondsen zitten voor de lange termijn in hypotheek.’

Van Hilten: ‘Je wilt dat ook buitenlandse partijen voor de lange termijn in hypotheek zitten. Het is daarbij van belang dat buitenlandse partijen beleggen via asset managers die sturen op deze lange termijn. Het managen van een hypotheekportefeuille op de korte termijn past niet bij de beleggingscategorie. Er ligt dan ook een verantwoordelijkheid voor de asset manager om de investeerders daarop te wijzen. Zo kan bijvoorbeeld een te korte beleggingshorizon leiden tot reputatieschade en dat is in niemands belang.’

Winkelhagen: ‘Naast de reeds genoemde voor- en nadelen zie ik nog een punt van aandacht: Nederlandse pensioenfondsen hebben over het algemeen een bepaalde agenda, bijvoorbeeld ten aanzien van duurzaamheid. Buitenlandse toetreders hebben daar wellicht een andere mening over. Door een buitenlandse toestroom van hypotheekbeleggers worden de belangen van Nederlandse pensioenfondsen mogelijk ondermijnd.’

Prakken: ‘Als consument moet je het toejuichen dat buitenlandse institutionele investeerders de Nederlandse hypotheekmarkt betreden. Hierdoor blijft de rente scherp. Wel hoor ik dat ze een grotere focus op spread hebben. Als die niet wordt gehaald, zijn zij sneller geneigd zich terug te trekken.’

Van Hilten: ‘Het moet natuurlijk niet zo zijn dat je als hypotheeknemer ineens in de problemen kan komen, doordat je alleen voor het goedkoopste tarief hebt gekozen. De hypotheekadviseur speelt daarbij een belangrijke rol door klanten niet alleen te wijzen op het goedkoopste product, maar ook op het langetermijnbelang van goede voorwaarden en een goede rente bij een renteherziening.’

Hoe houd je de verschillende belangen van consumenten, verstrekkers en investeerders in evenwicht?

Van de Straat: ‘Het is essentieel dat die belangen goed tegen elkaar worden afgewogen. De ene asset manager zal wat meer op de consumenten gericht zijn, de andere misschien iets meer op de beleggers. Als pensioenfonds maak je een keuze voor een asset manager voor de lange termijn, want je kunt niet zomaar switchen. Wij kiezen er met ons eigen hypotheeklabel voor om bepaalde elementen nadrukkelijk mee te wegen die bijdragen aan de toegankelijkheid en de betaalbaarheid van woningen voor medewerkers in de zorg- en welzijnssector. Twee voorbeelden zijn het meetellen van de onregelmatigheids toeslagen als inkomen en het geven van een rentekorting op een groen leningdeel. De belangen van de medewerkers in de zorg- en welzijnssector worden dus nadrukkelijk meegewogen.’

Mennens: ‘Je moet niet in een situatie terecht komen waarin je de consumenten tegen je in het harnas jaagt. Het omgaan met het belang van de eindklant speelt mee in de keuze van de partij waarmee je gaat samenwerken. Wij moeten daarnaast wel de hypotheekverstrekker scherp houden, zodat die niet alleen maar zorgt voor een product dat uitsluitend positief is voor de klant. Uiteindelijk kan dat ten koste gaan van het rendement. Het is onderdeel van ons werk om een zo goed mogelijke afweging te maken.’

Schaen: ‘Als hypotheekbelegger zijn we er niet per se op uit om het maximale rendement uit deze belegging te halen, door bijvoorbeeld nooit voorstellen te accepteren omdat dat ons rendement zou kosten. Onze opdrachtgevers zijn ook bereidwillig om bepaalde zaken te accepteren of actief te ondersteunen, zoals de verduurzaming van het Nederlandse woningbestand. Voor onze klanten is het belangrijk dat we in de hypothekensector goed scoren op bijvoorbeeld reputatiegebied en hoe onze hypotheekmanagers omgaan met klanten die betaalproblemen hebben.’

Van Hilten: ‘Het balanceren van de belangen van de belegger en de consument is onze kerntaak. Wij kennen natuurlijk alle ins en outs van beleggen in hypotheeken en zijn daardoor goed in staat deze afweging te maken. Door op een transparante wijze de belegger in deze afwegingen mee te nemen, voegen we waarde toe aan het beleggingsproces.’

Als pensioenfonds kun je zelf direct beleggen in hypotheeken, of je kunt dit via een fonds doen. Wat bepaalt jullie keuze?

Prakken: ‘De omvang van de allocatie is hier een belangrijk punt. Het concentratierisico is bij een fonds beperkter. Vaak zien we dat onze klanten naast de oorspronkelijke fondsbelegging kiezen voor een collectief mandaat waarbij meer keuzevrijheid bestaat ten aanzien van de te bedienen marktsegmenten, zodat eigen beleid toegepast kan worden. In de regel liggen de kosten bij een collectief mandaat ook lager, wat natuurlijk eveneens een aantrekkelijk aspect is.’

Winkelhagen: ‘Toen we onze beleggingen in hypotheeken gingen uitbreiden, kwam de vraag aan de orde hoe de bestuurbaarheid van de portefeuille kon worden vergroot. We gaven de voorkeur aan een single client-fonds, waardoor wij een soort flexibele ring konden creëren waarbij wij zelf meer invloed hebben dan bij andere (multi client-)fondsen. De combinatie van deze twee type fondsen levert ons een goed werkbaar structuur op die ons de gewenste stuurbaarheid geeft.’

Schaen: ‘De keuze voor een fonds of een direct mandaat is vaak een afgeleide van het onderliggende pensioenfonds. Ik denk dat een direct mandaat pas lonend is vanaf een bepaalde allocatieomvang naar hypotheeken. Als je een vergelijking wilt maken, gelden overwegingen als kosten, waardering, reputatie, omvang. We bekijken ook of een aanbieder denkt dat hij over een lange periode van, zeg, twintig of dertig jaar nog actief is in de hypotheekmarkt. Wij willen zekerheid hebben dat we bij dezelfde partij kunnen blijven, als we dat zouden willen. Afscheid nemen is kostbaar en complex. Verder moet een aanbieder beschikken over goede mensen en een geëigende structuur om de zaken effectief te kunnen beheren.’

Van Ooijen: ‘Voor ons is continuïteit ook belangrijk, evenals reputatie en kosten. Daarnaast is beheersbaarheid van belang. We monitoren het risicoprofiel van een fonds aan de hand van eigen criteria, zodat er overeenstemming is met hoe wij naar hypotheeken kijken.’

Mennens: ‘De fondstoplossingen zijn voor onze klanten niet de meest interessante. Dat >

‘Ik denk dat een direct mandaat pas lonend is vanaf een bepaalde allocatieomvang naar hypotheeken.’

‘Als consument moet je het toejuichen dat buitenlandse institutionele investeerders de Nederlandse hypotheekmarkt betreden.’

heeft met name te maken met de omvang en de wens van controle. Onze klanten willen vanwege hun omvang graag zelf meer sturing geven aan de portefeuille en het product.’

Van Hilten: ‘Door direct te beleggen in hun eigen hypotheekportefeuille realiseren pensioenfondsen de gewenste flexibiliteit wat betreft looptijd en risico. Op ons platform hebben we ruim 26 miljard euro onder

beheer voor meer dan 30 investeerders. Daardoor zien we steeds meer liquiditeitsmogelijkheden omdat de investeerders in dezelfde typen hypotheek beleggen.’

In hoeverre willen pensioenfondsen controle hebben over de hypotheekportefeuille, bijvoorbeeld op het gebied van pricing, voorwaarden en achterstanden?

Mennens: ‘Sommige klanten hebben daar een meer

uitgesproken mening over dan andere, maar over het algemeen is controle hebben belangrijk.’

Van Ooijen: ‘Wij hebben gekozen voor een fondsoptlossing en hebben daarmee minder directe controle op zaken als pricing, voorwaarden en achterstanden. We kijken wel naar dit soort zaken, alsook naar reputatie, ten opzichte van andere partijen in de markt.’

Winkelhagen: ‘Wij willen goed begrijpen wat er gebeurt in de fondsen waarin we beleggen, pro-actief spreken met de beheerders en vertegenwoordigd zijn in de fondsorganen. Aan directe sturing doen we wat minder.’

Van de Straat: ‘Je moet marktconform zijn als label. Tegelijkertijd willen we weten en begrijpen hoe het zit met de risico's, kosten en opbrengsten. Specifiek hebben we aandacht voor de invloed die aangepaste voorwaarden zullen hebben op de toegankelijkheid van woningen voor de medewerkers in de zorg- en welzijnssector.’

Schaen: ‘Je zou het liefst alles willen kunnen aansturen, maar je deelt een label met andere investeerders, dus dat is niet mogelijk. Je moet weten wat je op het gebied van controle graag zou willen, wat realistisch en betaalbaar is. Waarschijnlijk heb je bij hypotheek al meer invloed dan bij andere beleggingen.’

Van Hilten: ‘Wij bieden investeerders controle over de samenstelling van hun eigen portefeuille en daarmee ook de nodige flexibiliteit. Daarom is het belangrijk een asset manager te hebben die het gesprek met de belegger aangaat over een goede balans tussen rendement en risico.’

Nu bij het verstrekken van een hypotheek zo'n 90% wordt bepaald door wettelijke bepalingen, wat is voor beleggers het onderscheidend vermogen van de verschillende hypotheekproducten die in de markt beschikbaar zijn?

Schaen: ‘Het is goed dat er een strak wettelijk kader is voor hypotheekverstrekking. Het beschermt de consument en geeft duidelijkheid aan die consument, de verstrekker en de investeerder. Het aangaan van een hypotheek behoort tot de grootste financiële beslissingen in het leven van een consument. Als investeerder heb je mogelijk weleens de gedachte dat de wetgever over het algemeen wat meer de kant van de consument kiest, met boeteregelingen, rentedalingen, enzovoort. Je kunt dit als investeerder wellicht niet fair vinden, maar je kunt je er beter op instellen als je de risicovergoedingen vaststelt.’

Van Hilten: ‘Het mooie van het Nederlandse systeem is dat de woninglasten daardoor voorspelbaar zijn. Hierdoor hebben we, in verhouding tot bijvoorbeeld de Verenigde Staten, heel weinig achterstand in betalingen. Ik vind wel dat een asset manager namens de beleggers af en toe tegen de toezichthouder moet kunnen zeggen: dit gaat te ver, dit is niet in overeenstemming met de huidige regelgeving.’

Mennens: ‘Dat elke hypotheekverstrekker zich aan dezelfde regels moet houden, zorgt ervoor dat de hypotheek in Nederland een vrijwel homogeen product zijn. Je moet dus naar andere onderscheidende factoren kijken, bijvoorbeeld hoe de relatie van de hypotheekverstrekker met het intermediair is.’

Van de Straat: ‘Als pensioenfonds kun je kiezen voor een beheerder die wat scherper aan de wind zeilt of zich juist strak aan de regels houdt.’

Prakken: ‘Het klopt dat hypotheek een soort commodity zijn. Onderscheidend is wel of de verstrekker meer in het belang van de investeerder handelt, of meer in het belang

van de consument en veel klantvriendelijke voorwaarden hanteert. Daarnaast spelen pricing en distributiekraacht natuurlijk een rol en de vraag hoe achterstanden beheerst worden. Wat wij daarnaast belangrijk vinden, is de waarderingsmethodiek. Bij veel grote hypotheekfondsen is die gebaseerd op eigen tarieven. Wij zijn echter voorstander van een marktgemiddelde, waardoor er bij in- of uittreding minder afhankelijkheid bestaat van de rentesetting van het specifieke hypotheeklabel. We zien gelukkig dat steeds meer partijen kiezen voor marktrentes. Afgelopen maand is weer een grote fonds aanbieder overgestapt naar dit model.

Door de huidige energiecrisis wordt het nog belangrijker om de woningvoorraad te verduurzamen. Welke rol ligt hier voor aanbieders van hypotheek?

Van de Straat: 'In iedere beleggingscategorie proberen wij ESG te integreren. Wij willen verduurzaming stimuleren door informatie te verschaffen en onder andere kortingen te geven op leningen om woningen te verduurzamen. Wat de sociale component betreft, proberen wij bijvoorbeeld mensen met een betalingsachterstand toch in hun woning te laten zitten, eventueel met inschakeling van een job- of budgetcoach.'

Mennens: 'Duurzaamheid in de beleggingsportefeuille is voor ons en onze klanten essentieel. Op het gebied van hypotheek is wat dat betreft nog heel veel te winnen. De hypotheekverstrekker kan de consument een heel pakket van maatregelen aanbieden om de drempel naar verduurzaming weg te nemen. Je kunt in de hypotheek ruimte inbouwen voor verduurzaming op de langere termijn. Je kunt de klant in contact brengen met een geschikte aannemer, enzovoort. Een verduurzaamd huis is aantrekkelijker voor nieuwe kopers, waardoor uiteindelijk ook je kredietrisico naar beneden gaat.'

Is er vanuit investeerders behoefte aan het alloceren naar specifieke energielabels, zoals dat nu met de rentelooptijd en risicobuckets wordt gedaan?

Mennens: 'Je moet waarschijnlijk niet specifiek naar energielabel A alloceren, want daarmee krijg je geen verduurzaming van de hele woningvoorraad.'

Prakken: 'Wij zijn er ook geen voorstander van om alleen maar te focussen op energielabels. Wij geloven meer in impact door

korting te geven op energiebesparende maatregelen in het algemeen, in plaats van enkel en alleen op de zuinigste energielabels. In dat laatste geval zal je portefeuille er beter uitzien qua uitstoot, maar het effect dat je sorteert door iemand met een G-label te helpen verduurzamen, mis je. Uiteindelijk is dat het beste voor de BV Nederland op totaalniveau.'

Mennens: 'Meten en daar vervolgens duidelijk over rapporteren wordt door de regelgeving op dit moment gestimuleerd. Als iemand zonnepanelen op zijn huis legt en vervolgens niets doet ten aanzien van zijn energielabel, is er wel sprake van verduurzaming, maar kun jij dat als belegger vervolgens niet aantonen.'

Van Ooijen: 'De uitdaging zit natuurlijk in de verduurzaming van de bestaande woningvoorraad en niet zozeer in het creëren van zoveel mogelijk A-labels in je hypotheekportefeuille of -fonds. Je moet er inderdaad voor zorgen dat mensen bereid zijn en de juiste prikkel krijgen om die verduurzaming door te voeren. Dat is makkelijker gezegd dan gedaan.'

Winkelhagen: 'Ons doel is om zoveel mogelijk impact te maken. We voelen als pensioenfondsen daarbij een enorme verantwoordelijkheid. Als huizen die we financieren al een hoog label hebben en dan ook nog korting krijgen, dan schieten we ons doel voorbij.'

Van Hilten: 'ESG is hét thema van onze beleggers. Al onze energie gaat in eerste instantie naar het wegnemen van drempels die klanten ondervinden op de weg naar verduurzaming. Zo willen we voorkomen dat consumenten bij het financieren van energiebesparende maatregelen naar de notaris moeten of een nieuwe taxatie moeten aanvragen.'

Wat zou de sector nog kunnen doen om maatschappelijk verantwoord beleggen in relatie tot hypotheek aan te scherpen?

Prakken: 'Je hebt het helaas niet in eigen hand wat de consument doet. Die probeer je te stimuleren tot verduurzaming door te informeren en te faciliteren en met kortingen, maar uiteindelijk is diens vastgoed niet meer dan een onderpand voor ons.' >

'We kunnen als financiële sector een bijdrage leveren aan een aardgasloze woningvoorraad.'

Schaen: ‘De hypotheekbelegger kan de verduurzaming van de portefeuille wel faciliteren en actief stimuleren. Bij de stimuleringsacties die ik heb gezien, valt de response vaak nog wel tegen. Mogelijk brengen de gewijzigde marktomstandigheden hier nu wel verandering in. Zo neemt de terugverdientijd van investeringen ter verduurzaming van de woning door de hogere energiekosten en rente af.’

Van de Straat: ‘Ik heb het gevoel dat de sector al erg veel doet. Uiteindelijk maakt een consument de keuze om een woning wel of niet te verduurzamen. Als hoge gas- en elektriciteitsprijzen, subsidies, informatievoorziening en ontzorgen niet voldoende zijn om te verduurzamen, dan wordt het wel heel lastig.’

Van Ooijen: ‘Een andere uitdaging is data-kwaliteit. Hoe betrouwbaar zijn CO₂-uittoot-gegevens en hoe betrouwbaar zijn energielabels nu echt in een duurzaam profiel van de hypotheekportefeuille? Er is op dat gebied nog veel te doen.’

Winkelhagen: ‘Er zullen in de toekomst dingen moeten gaan gebeuren die je je nu misschien nog niet voor kunt stellen. Je moet erover nadenken hoe je mensen ertoe kunt bewegen om hun woning te verduurzamen. Een heldere visie vanuit de sector en de overheid zou hierbij helpen. Het is een soort apocalyptisch plaatje, maar als je je realiseert waar we met het klimaat naartoe gaan, is dat bittere noodzaak.’

Van Hilten: ‘We kunnen als financiële sector een bijdrage leveren aan de grootste uitdaging in het duurzaamheidsdossier: een aardgasloze woningvoorraad. Door bijvoorbeeld als pensioenfonds ook in innovatie op dat gebied te investeren. Het gaat bij wegvan-het-gas om grote vragen, waarbij van alles overwogen moet worden. Wil je bijvoorbeeld dat een huishouden een grote investering doet, terwijl er nog veel onzekerheid heerst over waar we uit moeten komen? De Europese Unie erkent dat het om een heel complex project gaat, waarbij waterstofgas, aardwarmte en zonne-energie een rol spelen. Er is voorlopig nog geen eindoplossing. In de tussentijd is het wel van groot belang om hypotheekklanten te wijzen op de voordelen van isoleren en zo op de korte termijn tegen een redelijke investering al grote stappen te zetten in de reductie van CO₂.’

Hoe kijken jullie naar de klimaatproblematiek en de rol die pensioenfondsen daarin kunnen spelen?

Mennens: ‘Welke impact zou er kunnen zijn vanuit klimaatverandering op het risicoprofiel van een belegging? Op dit moment gaat het er vooral om inzicht te krijgen in risico's die samenhangen met de klimaatverandering, zoals het overstromingsrisico. Niet alleen omdat dat vanuit de regelgeving verplicht wordt, maar ook omdat het misschien wel relevante risico's betreft, die nu nog niet worden meegenomen in je beleggingsbeslissingen. Echt actie ondernemen om deze risico's te mitigeren, zie ik als iets veel moeilijkers.’

Winkelhagen: ‘Het is noodzakelijk om klimaatrisico's in kaart te brengen, daarover te rapporteren en je bewust te zijn van de risico's in je portefeuille. De vraag is echter op welke wijze je de geconstateerde risico's kunt mitigeren. Dit zijn geen zaken die je bij een (individuele) huizenbezitter, investeerder of beheerder kunt neerleggen. Dit vraagt om een gezamenlijke aanpak, waarbij voor de overheid ook een belangrijke rol is weggelegd.’

Van Hilten: ‘We brengen middels een statistische benadering het risico per portefeuille in kaart. Hoe groot is de kans dat een woning geraakt wordt door een overstroming of door funderingsproblemen en wat is de schade in die situatie? Die benadering werkt goed op portefeuilleniveau, maar is niet geschikt om te gebruiken in de keuze om specifieke woningen wel of niet te financieren. Daarnaast is sprake van een voortdurende ontwikkeling op klimaatgebied en ook het overheidsbeleid is continu in ontwikkeling. Waar staan we als Nederland in 2050? Dat is nog een groot vraagteken.’

Prakken: ‘Je mag niet discrimineren op postcodes, maar je kunt wel accenten leggen op de regioverdeling, door bijvoorbeeld de samenwerking met intermediairs. Er zijn overigens steeds meer verzekeraars die specifieke klimaatrisico's in de dekking meenemen. Daarnaast kun je al dan niet via tussenpersonen in gesprek gaan met mensen die in hoog risico-gebieden wonen, over hoe ze met die risico's om kunnen gaan. Op dit moment gaat het nog vooral om het in kaart brengen en niet zozeer om preventie of om mitigatie van risico's.’ ■

CONCLUSIE

Hypotheek zijn nog steeds een uitstekend instrument vanuit risico-rendementsperspectief en uiteindelijk ook een goed instrument voor de renteafdekking van de verplichtingen.

Beleggers in hypotheek moeten de verduurzaming van de bestaande Nederlandse woningvoorraad faciliteren en stimuleren. Een heldere visie vanuit de sector en de overheid zou hierbij helpen.

Hypotheek zijn meer homogeen geworden. Hypotheekverstrekkers kunnen het verschil maken in hoe ze omgaan met het intermediair en de klant, en hoe ze de belangen van de hypotheekklant en de belegger afwegen.

Zowel onder de solidaire als onder de flexibele regeling zal er in het nieuwe pensioensysteem ruimte zijn voor hypotheek in de portefeuille.

Consumenten profiteren van het verhoogde aanbod door buitenlandse investeerders, zeker wanneer deze partijen zich voor de lange termijn committeren en investeren via verstrekkers die goede en eerlijke inzichten geven in de risico's.

Handen ineen tegen ondermijning

Eind december vorig jaar ontving de Tweede Kamer van minister Dilan Yeşilgöz het WODC-rapport 'Foute huurders', over de mogelijkheden en meerwaarde van informatiedeling rond crimineel pandgebruik. Het rapport onderstreept opnieuw de noodzaak om ondermijnende criminaliteit hard aan te pakken, maar laat ook zien hoe ingewikkeld het is om hierin gezamenlijk op te treden.

In een eerder onderzoek, van Kruize en Gruter (Criminele gebouwen, 2020), werd duidelijk dat er in Nederland in 2019 naar schatting 40.000 woningen en 10.000 bedrijfsruimten werden benut voor ondermijnende criminaliteit. Dit betreft dus een groot aantal vastgoedobjecten die permanent of incidenteel worden gebruikt voor criminele activiteiten als hennepkwekerijen, illegale prostitutie en overbewoning, waarbij uitbuiting van arbeidsmigranten plaatsheeft.

Dit soort criminele activiteiten heeft grote negatieve impact op de leefbaarheid van onze steden en daarmee op het welzijn van de bewoners. Dat gaat ons allemaal aan. Het staat de ontwikkeling van duurzame, toekomstbestendige wijken en steden in de weg en zorgt ervoor dat een deel van de woningvoorraad niet beschikbaar is voor de mensen die deze woningen juist zo hard nodig hebben. Met het grote tekort aan (huur)woningen is elke woning die oneigenlijk gebruikt wordt er één te veel. De rijksoverheid en gemeenten schroefden de aanpak van ondermijning dan ook terecht flink op. Zo heeft de gemeente Amsterdam in 2021 een einde gemaakt aan het illegaal gebruik van 1.400 woningen, die daarna weer beschikbaar kwamen voor woningzoekenden.

Voor verhuurders – als pandeigenaren – is er alle reden om dit soort misstanden in

hun panden te voorkomen. Woonfraude door een huurder levert voor de verhuurder (reputatie)schade op en kan zelfs leiden tot een geldboete en/of tijdelijke sluiting van de verhuurde ruimte door het bevoegde gezag.

Institutionele verhuurders en andere professionele verhuurders zijn al jaren hard bezig om de vastgoedmarkt te professionaliseren. Zij voeren, al dan niet op grond van de Wwft, uitgebreide customer due diligence-onderzoeken uit op de partijen waarmee zij zaken willen doen, om te voorkomen dat ze in zee gaan met frauduleuze en criminele partijen. Ook potentiële huurders worden uitvoerig gescreend, voordat een huurovereenkomst wordt aangegaan. Deze screening aan de voorkant van het verhuurproces is van groot belang en zou bij alle verhuurders standaard moeten zijn, omdat het veel leed kan voorkomen.

Om effectief te kunnen optreden als het toch mis gaat, is het daarnaast noodzakelijk om woonfraude geïntegreerd aan te pakken en zijn intensieve samenwerkingen tussen ketenpartners nodig. Het maakt het makkelijker om criminelen zowel strafrechtelijk, bestuursrechtelijk als civielrechtelijk aan te pakken, als politie en gemeenten informatie uitwisselen met bijvoorbeeld energiebedrijven en verhuurders.

Institutionele en andere maatschappelijk betrokken vastgoedbeleggers investeren langjarig in aantrekkelijke, bereikbare, duurzame en inclusieve steden en dragen actief bij aan een verantwoorde invulling van de beschikbare ruimte in onze steden. Zij zijn belangrijke samenwerkingspartners van gemeenten en zetten onder meer in op nauwere samenwerking, om woningmisbruik door criminelen te voorkomen en aan te pakken. Publiek-private initiatieven, die kunnen worden opgericht om een algemeen belang te dienen, worden steeds vaker aangegaan. Dat verdient navolging door andere vastgoedpartijen. Het komt de leefbaarheid van onze steden ten goede. ■



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

DRMI: de nieuwe index voor beleggers in Nederlandse hypotheeken

Nederlandse hypotheeken zijn uitgegroeid tot een aantrekkelijke beleggingscategorie voor institutionele partijen. Een nieuwe oplossing van AF Advisors en Hypoport biedt institutionele beleggers de kans om beter inzicht te krijgen in hun hypotheekportefeuilles.

Door Michiel Pekelharing

Nederlandse hypotheeken hebben in veel institutionele portefeuilles inmiddels een vaste plaats gekregen. De markt mist echter nog transparantie en heldere inzichten in de opbouw van rendementen omdat goede benchmarks ontbreken. Daar brengen AF Advisors en Hypoport verandering in met de Dutch Residential Mortgage Index (DRMI). Kevin Simons, Senior Consultant bij AF Advisors, vertelt samen met Kjeld Boerendonk, Director Mortgages & Real Estate Benelux, en Tom van der Heijden, Portfoliomanager Mortgages & Real Estate Benelux, beiden werkzaam bij launching customer Allianz, over de ontwikkeling en introductie van en verwachtingen voor de DRMI.

‘De inzichten maken het mogelijk om in de toekomst inhoudelijk veel betere gesprekken te voeren met klanten en met managers van hypotheekportefeuilles. In de praktijk is dat vaak lastiger dan je denkt.’

De Nederlandse hypotheekmarkt heeft de afgelopen jaren een grote aantrekkingskracht gehad op institutionele beleggers. Wat is de reden daarvoor? En blijft de markt interessant als de huidige marktomstandigheden doorzetten en het rendement op obligatiemarkten verder oploopt?

Boerendonk: ‘Nederlandse hypotheeken hebben twee eigenschappen die voor grote beleggers heel interessant zijn. Ze bieden een aantrekkelijk rendement, zowel absoluut als ten opzichte van vergelijkbare beleggingen. Daar komt bij dat het risico historisch gezien heel laag is. Nog een voordeel is dat de Nederlandse hypotheekmarkt toegankelijker is dan veel andere alternatieve beleggingen, zoals infrastructuurbeleggingen (bijvoorbeeld zonneparken of snelwegen), waar je vaak een lange aanloop hebt tijdens de bouwperiode.’

Van der Heijden: ‘Door de stijgende rente op de vastrentende markt is de aantrekkelijkheid ten opzichte van obligaties wel iets kleiner geworden. Een jaar geleden hadden veel vastrentende beleggingen nog negatieve rentes. Toen waren hypotheeken een fantastisch alternatief. Als belegger kan je echter nog altijd een mooie premie opstrijken. Bovendien heeft de markt een behoorlijk stabiel karakter. Door de stijgende rente ligt de golf van herfinancieringen inmiddels achter ons. Maar zolang Nederlanders huizen blijven kopen, zal er altijd vraag zijn naar nieuwe hypotheeken.’

Simons: ‘In mijn ogen vormen hypotheeken een prima diversificatiemiddel voor institutionele portefeuilles. Het vastrentende segment bestaat vaak al uit staats- en bedrijfsobligaties. Consumentleningen, zoals hypotheeken, zijn daarop een goede aanvulling. Daar komt bij dat de vaste, voorspelbare kasstroom voor veel partijen aantrekkelijk is.’

Beleggers in aandelen kunnen hun prestaties afzetten tegen allerlei beursindices. Hoe werkt dat bij hypotheekportefeuilles?

Simons: ‘Voor de Nederlandse hypotheekmarkt is er eigenlijk nooit een goede benchmark geweest. De Dutch Residential Mortgage Index – kortweg DRMI – die wij ontwikkeld hebben, voorziet dan ook echt in een behoefte. We bieden drie verschillende producten aan met variërende niveaus wat betreft diepgang. De Market Index wordt samengesteld aan de hand van alle

beschikbare gegevens van de hele markt. Daarnaast bieden we klanten een Customized Index aan. Hierbij leveren we een index aan die de portefeuille van een belegger nabootst op basis van de risico-rendementskarakteristieken van de onderliggende hypotheek. Pensioenfondsen hebben bijvoorbeeld vaak een voorkeur voor leningen met een lange looptijd en een laag risico. Dan wil je ook een index met een vergelijkbaar risico-rendementsprofiel. Wij stellen een index samen die precies dezelfde opbouw heeft als de portefeuille van de klant. Het derde product is de zogeheten Performance Attribution-index. Daarbij leveren we een Customized Index en waarden we daarnaast de klantportefeuille middels onze DRMI-waarderingsmethode. Op deze manier nemen we alle factoren weg die een verschil in rendement tussen de eigen portefeuille en de markt kunnen veroorzaken. De index heeft immers dezelfde risico-rendementskarakteristieken en de waarderingsmethodologie verschilt ook niet. Dit levert een pure appels-met-appels-vergelijking op, waardoor het rendement van de klantportefeuille en de bijbehorende index met elkaar vergeleken kunnen worden. Het verschil in rendement tussen de relevante markt en de eigen portefeuille kan vervolgens geïmputeerd worden. Vandaar de naam 'Performance Attribution'. We kijken aan de hand van negen factoren, zoals de rentecoupon, vervroegde aflossingen, betalingsachterstanden en verliezen, hoe het rendement is opgebouwd. Met deze informatie kun je bijvoorbeeld zien dat jouw portefeuille meer vervroegde aflossingen heeft gehad dan de representatieve markt. Dit geeft beleggers meer inzicht, waarmee zij gericht het gesprek met de manager kunnen aangaan.'

Hoe is de Dutch Residential Mortgage Index tot stand gekomen?

Simons: 'Zonder betrouwbare gegevens wordt het lastig om een index samen te stellen. De eerste stap was dan ook het vinden van goede openbare en private databronnen. Voor de openbare databronnen maken we gebruik van de gegevens van RMBS-transacties, die door de partijen achter securitisatieprogramma's elk kwartaal naar buiten worden gebracht. Daarnaast maken we gebruik van geanonimiseerde niet-publieke data, die afkomstig zijn van de Nederlandse hypotheekverstrekkers.'

Bij de ontwikkeling van de DRMI hebben we samengewerkt met Hypoport. Dat is de ontwikkelaar van de PROMMiSe-software die



Kevin Simons

Senior Consultant, AF Advisors



Kjeld Boerendonk

Director Mortgages & Real Estate Benelux, Allianz



Tom van der Heijden

Portfoliomanager Mortgages & Real Estate Benelux, Allianz

'De DRMI geeft antwoord op de vraag hoe hoog het historische rendement van een belegging in hypotheek is en zelfs ook hoe dat is samengesteld.'

door de meerderheid van de Nederlandse beleggers gebruikt wordt voor de administratie van de eigen portefeuille en voor securitisatieprogramma's. Bovendien hebben we sinds de start van de index-ontwikkeling samen opgetrokken met een expertgroep van specialisten van APG, PGGM en MN.'

Op welke wijze wordt de index berekend?

Simons: 'In tegenstelling tot bijvoorbeeld aandelen is er geen liquide markt waar hypotheek verhandeld worden. Er zijn dus geen marktprijzen die we kunnen gebruiken. We hebben daarom een eigen, onafhankelijk waarderingsmodel ontwikkeld op basis van het discounted cashflow model. Aan de hand van specifieke kenmerken, zoals de looptijd, de LTV, het producttype en de originatiedatum, bundelen we hypotheek met dezelfde kenmerken in specifieke segmenten, de zogenaamde 'buckets'. Binnen elke bucket brengen we de waarde van toekomstige kasstromen in kaart, om die vervolgens tegen de actuele disconteringsvoet terug te rekenen naar het heden. Zo kan er een waarde voor alle buckets worden berekend. Het verschil in waarde tussen elke maand is vervolgens het rendement voor elke bucket. Omdat we dat voor alle buckets doen, kunnen we met behulp van deze buckets voor elke klant een benchmark creëren die overeenkomt met de samenstelling van de hypotheekportefeuille van die klant.'

Wat is de doelgroep van de Dutch Residential Mortgage Index?

Simons: 'De belangrijkste klantgroep is uiteraard die van de beleggers in Nederlandse hypotheek. Deze partijen kunnen de index gebruiken als benchmark voor hun portefeuille. Zij krijgen daarmee inzicht in de wijze waarop het rendement is opgebouwd. Daarnaast kunnen de DRMI-producten ook als monitoring tool worden gebruikt. Er kan bijvoorbeeld veel beter gevolgd worden hoe de achterstanden en verliezen zich verhouden tot de representatieve markt. Zeker in het huidige economische klimaat kan dat een interessante factor worden de komende tijd. Wij vinden dan ook dat beleggers vanuit hun fiduciaire verantwoordelijkheid gebaat zijn bij de DRMI.'

Boerendonk: 'Voor ons is de DRMI een uitkomst. Allianz verstrekt sinds 2011 hypothecaire leningen via onafhankelijke adviseurs en online. Het vermogen daarvoor is afkomstig uit verschillende onderdelen van ons bedrijf en van externe klanten. Inmiddels heeft de portefeuille een omvang >

van 9 miljard euro. Ook in andere landen belegt Allianz in hypotheek, bijvoorbeeld in Duitsland. Daar is de rente op Pfandbriefe de benchmark. Pfandbriefe zijn een soort gedekte obligaties die door Duitse hypotheekbanken worden uitgegeven. Voor hypotheek wordt een premie van enkele basispunten bovenop het rendement op deze Pfandbriefe gehanteerd. Een andere optie is om swaps als uitgangspunt te gebruiken. Het is beter om een gemankeerde vergelijkingsbasis te hebben dan helemaal niets, maar het doet natuurlijk geen recht aan de specifieke kenmerken van de beleggingscategorie. De DRMI geeft bovendien antwoord op de vraag hoe hoog het historische rendement van een belegging in hypotheek is en zelfs ook hoe dat is samengesteld. Voor een partij zoals Allianz zijn dat heel waardevolle inzichten.

Simons: 'In Nederland is ook een handjevol grote multi client-fondsen actief. Voor deze partijen kan de DRMI als fondsbenchmark optreden, die extra inzichten biedt aan zowel fondsbeheerders als -beleggers. Daarnaast kan de index voor multi client-fondsen een hulpmiddel zijn, om hun meerwaarde aan te tonen en voor het aantrekken van nieuwe klanten. Ook voor andere partijen, zoals pensioenconsultants, kan de index interessant zijn. Voor ALM-studies kunnen wij bijvoorbeeld lange reeksen rendement aanleveren, waar nu vaak nog gebruik wordt gemaakt van een alternatief, zoals swaps plus een vaste opslag. Ten slotte volgt ook De Nederlandsche Bank ons initiatief. Voor de toezichthouder is de DRMI een extra manier om de ontwikkelingen op de hypotheekmarkt nog wat beter te volgen.'

Welk prijskaartje hangt er aan de index en wat zijn de beweegredenen voor de prijsstelling?

Simons: 'Bij de introductie hebben we uiteraard eerst gekeken wat de prijsstelling is voor andere indices. Die varieert van een vaste vergoeding tot een percentage van de omvang van het beheerd vermogen. Voor ons heeft de portefeuille-omvang echter geen invloed op de prijsstelling. We rekenen daarom een jaarbedrag van € 7.500 voor de Market Index, € 15.000 voor de Customized Index en € 25.000 voor de Performance Attribution-index. Voor multi client-fondsen en andere geïnteresseerden hanteren we tarieven op maat. Bovendien houden we onze ogen open voor samenwerkingsmogelijkheden. Fortrum publiceert bijvoorbeeld periodiek het Dutch Mortgage Dashboard, waaraan wij een bijdrage leveren.'

'Het zou mij niets verbazen als het gebruik van de DRMI zo vanzelfsprekend wordt, dat mensen zich er in 2024 over verbazen dat deze pas een jaar bestaat.'

Allianz is launching customer van de DRMI. Hoe kwam die samenwerking tot stand?

Simons: 'Wij werken al lange tijd heel goed samen met Allianz. Na ons eerste seminar over de DRMI in maart 2022 hadden we meteen al goed contact.'

Boerendonk: 'Bij Allianz hebben we goede ervaringen met AF Advisors, maar ook met Hypoport, dat als founding partner heeft bijgedragen aan de ontwikkeling van de DRMI. Als de oplossing niet heel goed in elkaar zou zitten, was deze nooit live gegaan. Het geeft ons dan ook een heel goed gevoel om als eerste klant betrokken te zijn.'

Op welke manier gaat de DRMI ingezet worden binnen Allianz en wat zijn de verwachtingen voor de toekomst?

Van der Heijden: 'We zien veel beter hoe de hypotheekportefeuille is opgebouwd. Als belegger is het inzicht of daarin de risico's zitten die je ook daadwerkelijk wilt nemen, enorm waardevol. Op basis daarvan kunnen we de portefeuille beter inrichten en meer of juist minder beleggen in een bepaald marktsegment. De inzichten maken het bovendien mogelijk om in de toekomst inhoudelijk veel betere gesprekken te voeren met klanten en managers van hypotheekportefeuilles. In de praktijk is dat vaak lastiger dan je denkt. Iedereen weet weliswaar wat een hypotheek is en wat de rente doet, maar het is een ander verhaal als je bijvoorbeeld vraagt wat de impact is van vervroegde aflossingen op een hypotheekportefeuille.'

Boerendonk: 'Dankzij de DRMI wordt het veel makkelijker om antwoord te geven op dat soort vragen. Het is in zekere zin een ontbrekend puzzelstukje voor het beheer van hypotheekportefeuilles. Het zou mij niets verbazen als het gebruik ervan zo vanzelfsprekend wordt, dat mensen zich er in 2024 over verbazen dat de index pas een jaar bestaat.' ■

IN HET KORT

AF Advisors en Hypoport introduceren de Dutch Residential Mortgage Index (DRMI).

De DRMI biedt inzicht in de resultaatontwikkeling en rendementsopbouw van hypotheekportefeuilles.

De index kan uitgroeien tot nieuwe benchmark voor institutionele hypotheekbeleggers.

De noodzaak van beleggen in China

De bijdrage van de Chinese economie aan de wereldeconomie is dit jaar groter dan die van Europa en de Verenigde Staten bij elkaar. Toch blijven veel beleggers China negeren.

China is de tweede economie ter wereld en op weg om de grootste te worden. Als landen worden vergeleken op basis van koopkrachtpariteit, dan is China al zo'n 20% groter dan de Verenigde Staten. Desondanks is het gewicht van China in de wereldindex, zowel voor aandelen als voor obligaties, slechts zo'n 5%. De kans dat dit gewicht op korte termijn toeneemt, is niet groot. De meeste indices worden samengesteld door Amerikaanse bedrijven en die moeten luisteren naar de overheid. De Amerikaanse overheid verbiedt pensioenfondsen nu al om in China te beleggen. Daarmee doet het land zijn gepensioneerden tekort, want juist nu er sprake is van een ontkoppeling tussen China en de Verenigde Staten, bieden Chinese assets meer mogelijkheden voor diversificatie.

Een bezwaar van veel beleggers is dat China geen democratie is en ook geen rechtsstaat. Nu is ook een rechtsstaat niet zaligmakend voor beleggers. In sommige landen blijven belastingtarieven maar stijgen, waardoor sprake is van gelegaliseerde onteigening. Zolang beleggers maar parallel aan de doelstellingen van de Chinese overheid beleggen, zijn de risico's niet zo groot. China heeft goed werkende financiële markten nodig voor een sterkere positie van de renminbi op de valutamarkten. Het land wil minder afhankelijk zijn van de dollar en meer in eigen munt kun-

nen betalen. Daarvoor moeten olieproducenten en leveranciers van andere grondstoffen hun geld wel kunnen stallen in China. Gelukkig is de Chinese obligatiemarkt de best presterende obligatiemarkt van de afgelopen tien jaar. En er zit meer in het vat. Er zijn namelijk twee typen centrale bankiers: de eerste groep let vooral op de inflatie, de tweede op de economische groei. De centrale bank van China zit net als de Bundesbank op het inflatiespoor. De ECB en de Fed vinden uiteindelijk economische groei belangrijker. Van dat laatste profiteert vooral de aandelenbelegger, terwijl de obligatiebelegger zich goed voelt bij de Bundesbank en de Chinese centrale bank.

De kans dat Europese beleggers niet meer bij hun posities in Chinese obligaties kunnen komen, is veel kleiner dan het omgekeerde. Net zoals Russen opeens niet meer bij hun euro's kunnen, lopen andere landen die minder goed met de Verenigde Staten overweg kunnen ook een risico. Dat betekent dat ook een Arabische olie-sjeik of een Chinese miljardair niets meer in Europa of de VS te zoeken heeft. Nu ligt het zwaartepunt van de financiële markten nog altijd in de Verenigde Staten en Europa, maar in de komende jaren gaat de vergrijzende bevolking hier ontsparen. Juist in landen met een relatief jonge bevolking die begint met sparen, is China populairder dan de Verenigde Staten. Die jonge mensen bevinden zich immers vooral in Azië en Afrika. Ook zij moeten ergens terecht met hun renminbi. Daarmee neemt het belang van de Chinese financiële markten verder toe. Kortom, China mag niet ontbreken in een beleggingsportefeuille. ■



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

Can you ‘have your cake and eat it too’ in private debt?

Under certain conditions, we believe an ‘Arcadian’ portfolio can exist in private debt in which the economic value of the entire portfolio is much higher than the sum of the fair value of each single asset.

By Roberto Violi and Gianluca Oricchio

Advanced credit risk models as a form of human augmentation

Default risk can be measured via an external credit rating or via internal credit rating models for unrated companies.

In Figure 1, we show the cumulative default frequencies for private companies. A company rated BB has a cumulative default frequency in the region of 6%, a company rated B is 13%. What is most relevant in identifying the size of the ‘Arcadia’ is the concept of survival probability, namely

100% minus the cumulated default probability. Figure 2 shows the cumulated survival frequencies. A company rated BB has a cumulative survival frequency in the region of 94%, a company rated B around 87%.

The skills in selecting a high yield (HY) equivalent company in an investment grade (IG) equivalent portfolio are strictly related to the asset manager’s screening ability, as well as the accuracy-ratio of his/her adopted credit rating model.

In an ideal world, should we have credit models with a 100% accuracy ratio, the size of the ‘Arcadia’ coincides with the size of the market minus the assets that will enter default (Figure 2). This level of selection skill is currently not reachable, and (very likely) never will be. However, the higher the explanatory power of the credit rating models, the greater the size of the ‘Arcadia’.

According to our applied research and experience with credit rating models – based on both logistic regressions and multilayer neural networks (deep learning) – we see a progressive improvement in the screening accuracy

of the internal credit rating models. In our view, the progress in model-based credit risk turns out to be a clear sign of a form of human augmentation complementing the credit analyst’s qualitative assessment.

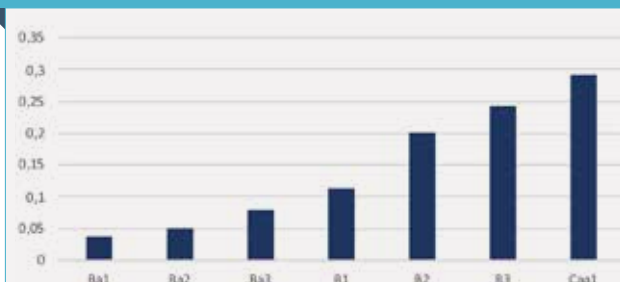
The better the human augmentation factor performance, the greater the size of the ‘Arcadia’ market share. We believe that, by-and-large, the ‘Arcadia’ market share can be quantified in some 25-30% of the BB-equivalent universe. According to our experience, an increase of the area-under-curve from 84% to 94% is sufficient to identify 100+ BB-equivalent SMEs, presenting at the portfolio level a default frequency consistent with the IG-universe (materially below 40bps per year). We expect increasing competition in the asset management industry trying to occupy the ‘Arcadian’ space, in that it is an ‘ideal’ market share that provides, by means of portfolio risk diversification, a source of alpha boosting risk-adjusted performance.

The valuation paradox: financial versus accounting valuation methods

In the current accounting frameworks (like IFRS,

‘We expect increasing competition in the asset management industry trying to occupy the ‘Arcadian’ risk space.’

FIGURE 1: 5-YRS CUMULATIVE DEFAULT FREQUENCY



Source: Internal SME credit rating models of Muzinich & Co, as of 20th January 2023. For illustrative purposes only.

‘What is most relevant in identifying the size of the ‘Arcadia’ is the concept of survival probability?’

FASB and ASC) the standard valuation method for private debt assets (and loans or bonds) is based on the net present value of future cash flows (or fair value). Each asset is valued according to market parameters, if any, regardless of the fact that it is part of a (private debt) portfolio or not. In other words, current valuation methodology is stand-alone only. This means that the value of a ‘BB-equivalent private debt assets’ is the same, whether part of a non-IG equivalent portfolio or part of an IG-equivalent portfolio.

It is easy to demonstrate that the value of an ‘Arcadian’ portfolio is higher than the sum of the value of the single assets forming the portfolio. The reason is that risk reduction, brought

about by portfolio diversification (default correlation being below one), implies a lower required (market) rate of return.

The value of an HY-equivalent risk private debt asset is the net present value of future cash flows discounted at a rate that includes the BB-equivalent credit risk premium.

If you put together over 100 HY-equivalent risk private debt assets, the aggregate value seems to be the sum of each asset valuation. In other words, adding-up asset values implies that default correlations (below one) are ignored. However, should all the HY-equivalent private debt assets produce an IG-equivalent risk portfolio, the value of the portfolio is the net present value of future (cumulated) cash flows, discounted at a rate that should include the A-equivalent credit risk premium rather than the BB-equivalent one.

The apparent paradox is that for each HY-equivalent risk private debt asset we have two different valuations: the stand-alone method and the portfolio-related method. So, which is the correct value to calculate the portfolio net asset value?

The discount rate should incorporate the A credit spread because, in our view, financial economics dictates that cash flows are discounted at a rate that reflect actual portfolio risk, with default correlation properly accounted for. On the other hand, if you have to assess the value of a single asset in isolation (for instance outside a portfolio) the correct valuation strategy is the standalone method (cash flows discounted at a rate incorporating the BB credit spread).

Can you have your cake and eat it too? Almost, as we can argue that in the ‘Arcadian’ portfolio credit risk improves from HY-equivalent risk to IG-equivalent risk, generating a capital appreciation not captured in standard accounting methodology or some valuation metrics (some of them are also found in the regulatory space). We can summarize with a simple formula the message of this article:

Value of an ‘Arcadian’ Portfolio = Sum of the standalone value of each private debt asset + net present value of the benefits of the credit risk gap between IG-equivalent risk and HY-equivalent risk. ■



Roberto Violi

Senior Director Financial Markets and Payment Systems Department, Bank of Italy



Gianluca Oricchio

Head of Parallel Lending and Chief Data Scientist, Muzinich & Co

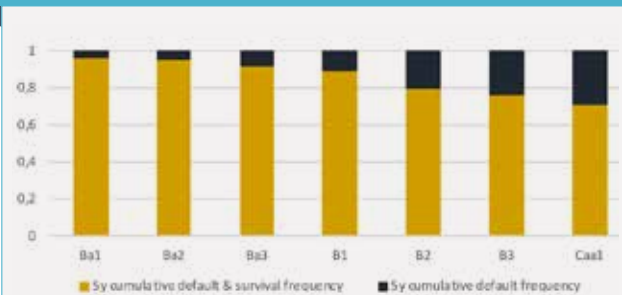
SUMMARY

We define an ‘Arcadia’ in private debt as a portfolio having (i) 100+ HY-equivalent risk investments (ii) delivering a High Yield return and (iii) having an Investment Grade-equivalent risk at portfolio level.

The use of artificial intelligence based models can identify and expand the size of the ‘Arcadia’ in private debt.

The economic value of an ‘Arcadian’ portfolio is much higher than the sum of the fair value of each single asset.

FIGURE 2: 5-YRS CUMULATIVE SURVIVAL AND DEFAULT FREQUENCIES DECOMPOSITION



Source: Muzinich & Co, as of 20th January 2023. For illustrative purposes only.

Disclaimer

This material is not intended to be relied upon as a forecast, research, or investment advice, and is not a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy. The opinions expressed herein are as of January 2023 and may change without notice. For Professional Clients/Qualified & Accredited Investor use only. Not for public distribution. This material has been produced for information purposes only and as such the views contained herein are not to be taken as investment advice. Opinions and statements of financial market trends that are based on market conditions are being made available for information purposes and no assurances are made as to their accuracy. Such opinions are as of date of publication and are subject to change without reference or notification to you. Past performance is not a reliable indicator of current or future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy. Issued in the European Union by Muzinich & Co. (Ireland) Limited, which is authorized and regulated by the Central Bank of Ireland. Registered in Ireland, Company Registration No. 307511. Registered address: 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Ireland. The views and opinions expressed and conclusions drawn are those of the authors as of January 2023 and do not necessarily reflect the views of the Bank of Italy/CSR or Muzinich & Co.

Household loans: geen correlatie, hoge yield, lage volatiliteit

Tegenwoordig is het voor institutionele beleggers mogelijk te beleggen in leningen die verstrekt zijn aan huishoudens. Omdat deze markt nog niet efficiënt is, worden er voor het risico relatief hoge rendementen geboden. De leningen correleren niet met andere asset classes en zijn bovendien sociaal van karakter. We spraken met Tonko Gast, Oprichter van Dynamic Credit, een dochter van BNP Paribas Asset Management, over het ontstaan, de toekomst en de karakteristieken van deze unieke beleggingscategorie.

Door Harry Geels

Wat houdt de beleggingscategorie 'household loans' precies in?

'Het is een relatief nieuwe categorie. We kennen natuurlijk al decennia lang de staats- en bedrijfsleningen, en wel in twee smaken: investment grade en high yield. Zo'n twintig jaar geleden zagen we het ontstaan van de 'senior secured' of 'leveraged loans' en de leningen uit opkomende markten. En nog maar zo'n vijftien jaar geleden kwamen daar de leningen verstrekt aan huishoudens bij, mede dankzij het destijds gelijktijdig opkomen van fintech. Aanvankelijk werden er leningen verstrekt aan de 'non bankables': mensen die bij de banken geen krediet kregen en die als 'subprime' online op zoek gingen naar leningverstrekkers, die meestal tegen heel hoge rentes leningen aanboden. Dit

'Met de wereldaandelenmarkt is de correlatie ongeveer nul en ten opzichte van obligaties slechts marginaal positief'

begon in de Verenigde Staten. In Europa kwam het eerste initiatief, in het Verenigd Koninkrijk, van Zopa. Het betrof aanbieders die geen eigen balans hadden, maar eigenlijk intermediair waren tussen kredietgever en kredietnemer. De markt is daarna langzaam en gestaag gegroeid, mede door de trend van desintermediatie. Door strengere regelgeving werd het voor huishoudens met een goede financiële huishouding steeds lastiger om een persoonlijke lening aan te gaan, voor bijvoorbeeld een verbouwing, een medische operatie, het aankopen van een auto of het volgen van een studie.

Een persoonlijke lening is nog wel mogelijk, maar de grote banken moeten daarvoor met hun klanten een behoorlijk ouderwets proces door. Via kredietplatforms zijn huishoudens wellicht iets duurder uit, maar ze kunnen wél financiering krijgen via een proces dat eenvoudiger en sneller is. Er is nu een grote markt ontstaan van met name prime borrowers. De kredietplatforms hebben zich wat betreft technologie en data ook sterk doorontwikkeld. Platforms in de VS kunnen met toestemming van de kredietnemer directe toegang krijgen tot gegevens van de belastingdienst en kredietbureaus – vergelijkbaar met het BKR in Nederland – zodat ze snel en betrouwbaar kunnen beoordelen of er sprake is van een prime borrower. Europa is overigens nog niet zo ver. In Nederland is deze markt helemaal uitdagend, omdat bijvoorbeeld de werkgeversverklaring die banken opvragen niet eenduidig is, onder andere waar het gaat om onregelmatigheidstoelagen.'

Hoe verhouden household loans zich tot andere beleggingscategorieën?

'Veel jonge Amerikanen hebben tijdens hun studie en aan het begin van hun carrière schulden opgebouwd, vaak in de vorm van dure credit card-schulden, auto-leningen, et cetera. Veel van die schulden kunnen later, als ze een hoger inkomen hebben, via de zojuist beschreven kredietplatforms geherfinancierd worden, via zogeheten debt consolidation loans, die een normalere rente kennen en die worden geamortiseerd, oftewel afgelost, wat bij credit card-schulden niet gebeurt. Er is hier dus sprake van een deleveraging van de consument. En als we naar ESG kijken, hebben household loans met een positief doel als herfinanciering een hoge sociale score.

‘Als we naar ESG kijken, hebben household loans met een positief doel als herfinanciering een hoge sociale score.’

Een belangrijke karakteristiek is dat het prime borrowers betreft, die nadenken over hoe duur schulden kunnen zijn en een betere oplossing zoeken. Een ander interessant kenmerk van deze markt is dat hij nauwelijks gecorreleerd is met andere beleggingscategorieën. Met de wereldaandelenmarkt is de correlatie ongeveer nul en ten opzichte van obligaties slechts marginaal positief. Er is wél een opvallend positieve correlatie met de werkloosheidscijfers. Hoe hoger die zijn, hoe groter de betalingsproblemen. Sinds 1985 is in de VS 6,5% het hoogste default-percentage ooit geweest. Dat was vlak na de kredietcrisis, toen het werkloosheidspercentage de 10% aantikte, hetgeen overigens nog ruim onder de gemiddelde yield op household loans ligt. Sindsdien heeft deze beleggingscategorie nog ieder jaar een positief rendement laten zien.’

En de risico-rendementsverhouding?

‘Die is ook erg gunstig, zoals Figuur 1 laat zien. Household loans hebben een hoge yield bij een relatief lage volatiliteit. De risico-rendementsratio ligt eigenlijk ver boven de efficiënte grenslijn van Markowitz, wat dus een anomalie kan worden genoemd. Dit komt doordat household loans geen complete en volwassen markt vormen. De coupon bedraagt ongeveer het worst year loss maal drie. Er bestaat geen derivatenmarkt die alle inefficiënties of mispricings weg-arbitreert, zoals bij andere type obligaties. Bij household loans kan niet worden short gegaan. Het is ook een minder liquide markt, dus er zit een illiquiditeitspremie in de yield. Verder gaat het om kortlopende leningen, dus met lage durations van gemiddeld een jaar, en daarmee een beperkt renterisico, wat mede de lage correlatie met andere obligatiecategorieën verklaart. De huidige running coupon van prime household loans in de VS is nu 12% tot 13% in USD. Strategieën in euro’s die te maken hebben



CV

Tonko Gast

Tonko Gast startte in 1998 als Obligatie-Analist bij SNS Asset Management en beheerde na een overstap in 2000 naar ABN AMRO Asset Management alternatieve vastrentende portefeuilles. In 2003 richtte hij Dynamic Credit op in New York en adviseerde hij DNB en het Ministerie van Financiën over de oplossing voor de Amerikaanse hypotheekproblemen waarmee ING Bank werd geconfronteerd tijdens de crisis van 2008-2009. In 2021 kwam Dynamic Credit in handen van BNP Paribas Asset Management.

met fonds- en valutahedgingskosten voorstellen een yield in euro’s van een kleine 9%.

Of die gunstige risico-rendementsverhouding altijd zo hoog blijft? Tja, markten kunnen volwassener en efficiënter worden. Dat is bijvoorbeeld met hypotheekgebeurde, vooral toen institutionele beleggers daar groot in gingen beleggen. Zo ver zijn we met household loans echter nog lang niet, al zien we met name in de VS de markt langzaam volwassen worden. Ondertussen kopen institutionele beleggers daar ongeveer de helft van deze leningen op. Onze strategie is op dit moment vooral interessant voor family offices, neobanks en non-life-verzekeraars die een kortere duration in de beleggingsportefeuille willen. Onze pensioenfondsen zijn nog wat afwachtend.’

Is de VS verreweg de grootste markt voor household loans?

‘De Amerikaanse markt is inderdaad verreweg de grootste. Amerikanen bouwen door hun optimistische levensstijl wat sneller schulden op, omdat ze erop vertrouwen later meer te zullen verdienen en ze dan weer gemakkelijk terug te kunnen betalen. In kleinere Europese landen zoals Zwitserland en Ierland, waar we een goede betalingsmoraal gekoppeld zien aan inefficiënte markten met mispricings, zijn meer mogelijkheden dan in Nederland, >

waar we geen cultuur van schuldconsolidatie hebben. Overigens zien we wél kansen in Nederland, bijvoorbeeld met groene verduurzamingsleningen waarmee mensen hun woning duurzamer kunnen maken. De uitdaging waarvoor we hier een oplossing zoeken is dat dergelijke leningen niet zouden moeten worden meegenomen als 'schuld', omdat huishoudens na de verduurzaming van hun woning ook minder lasten krijgen, die meestal ruimschoots kunnen opwegen tegen de lasten van de lening. Bij de allocatie over de landen kijken we overigens in eerste instantie macro-economisch en dan vooral naar de arbeidsmarkt. Die is in de VS nog altijd sterk. De werkloosheid kan door het Fed-beleid nog wel stijgen naar 4,5% of zelfs 5,5%, maar dat is voor deze beleggingscategorie nog lang geen dramatisch percentage. De yields zijn nog steeds erg aantrekkelijk.

Wat zijn de belangrijkste risico's?

'Het belangrijkste risico is eerder benoemd. Dat is een eventueel hoge werkloosheid door een diepere recessie. Als de werkloosheid in de VS zou stijgen naar zeg 8% tot 10%, dan verlies je de coupon. Dan zou je break-even kunnen draaien. Een ander risico is nog de kredietkwaliteit. Wij willen alleen prime en near-prime kwaliteit. We hebben data van zo'n 120 kwaliteitsvariabelen per lening en die monitoren we, samen met eventuele achterstanden, heel nauwkeurig. Een bron van zorg is tot slot ook nog de diepte van de markt. We kunnen niet zomaar miljarden wegzetten. We sourcen nu zo'n € 500 miljoen op jaarbasis. Dat kunnen we prima doen zonder te hoeven toegeven op de kredietkwaliteit. De markt groeit overigens wel in grootte. We denken dat deze in 2030 ruim \$ 700 miljard zal bedragen.'

FIGUUR 1: VERGELIJKING HOUSHOLD LOANS MET ANDERE ASSET CLASSES



Correlation of Loans to Households with FTSE All-World: **-0.08**

Bron: Dynamic Credit, Bloomberg (Bloomberg Barclays Index Pan-European Securitised (€); Bloomberg Barclays Index Pan-European Corporate (€); Bloomberg Barclays Index Pan-European HY Index (€)), november 2022.

'We hebben nu een portefeuille die bestaat uit zo'n 30.000 leningen. We zijn dus enorm goed gespreid.'

Tot slot, hoe ziet jullie beleggingsproces er precies uit?

'Er zijn honderden platforms waaruit we kunnen kiezen. We hebben er nu veertien aangesloten. De eerste stap in het beleggingsproces is de keuze van het land, mits daar natuurlijk mogelijkheden bestaan om in household loans te beleggen. Zoals gezegd moeten de landen een sterke arbeidsmarkt hebben.

Dan volgt de selectie van het platform. Is de infrastructuur op orde? Kunnen ze goed sourcen? En kunnen we dagelijkse controle krijgen over de data? De platforms moeten ook gereguleerd zijn. Sommige zijn ondertussen ook bank geworden. Er moet verder een backup-dienstverlener zijn, die het beheer kan overnemen als een platform failliet zou gaan.

Na de landen- en platformkeuze volgt als derde stap de gedetailleerde historische analyse van alle leningen die zijn georigineerd. Een van de indicatoren waarop we heel scherp zijn, in de monitoring na investering, is automatische incasso. Als de lenner de automatische incasso stopzet, is dat vaak een eerste indicatie van de verslechtering van de positie van de schuldenaar. Dat gebeurt niet vaak, maar als er meerdere indicatoren zijn en het aantal zou ook nog eens groeien, dan kunnen we met het platform in overleg, bijvoorbeeld om de betreffende leningen op de secundaire markt te verkopen. We kunnen ook bijstorting stoppen op de platforms waar we zo'n stijging zouden zien, of hogere rentes gaan eisen omdat we de risico's zien oplopen.

Door de hoge cashflows, de eerder genoemde hoge rentes en de aflossingen kunnen we ook redelijk snel bijsturen. Overigens hebben we dit nog maar één keer moeten doen, bij een platform in Europa. Daar speelde ook nog het probleem dat de aandeelhouders van het platform te weinig commitment toonden. Het is wellicht goed om ermee af te sluiten dat dit soort zaken relatief weinig voorkomt. We hebben nu een portefeuille die bestaat uit zo'n 30.000 leningen. We zijn dus enorm goed gespreid.' ■

IN HET KORT

Household loans zijn ontstaan in de Verenigde Staten, om huishoudens die eenvoudig en snel financiering nodig hadden, een alternatief te bieden voor leningen van banken.

De categorie omvat ook herfinancieringen van leningen die op initiatief van een leningnemer tot stand komen, wat bijdraagt aan de terugbetalingscapaciteit.

Household loans hebben een hoge yield bij een relatief lage volatiliteit, bevatten een illiquiditeitspremie en kennen een lage duration en daarmee een beperkt marktrisico.

Het risico van langdurige hoge werkloosheid behoort tot de belangrijkste risico's van beleggen in household loans.

Onophoudelijk oorlog?

De oorlog in Oekraïne is en blijft een van de belangrijkste (geo-) politieke factoren die de Europese financiële markten sturen, alleen al via de impact op energieprijzen. Voor 2023 zijn er vier mogelijke scenario's.

Scenario 1: Oekraïense opmars

In het eerste scenario rukt Oekraïne op, gesteund door het Westen, dat steeds zwaardere wapens levert. Poetin kan zich dan gedwongen zien om tot een akkoord te komen met Kiev. In dat geval komen Europese aandelen in de lift en sterkt de euro hoogstwaarschijnlijk substantieel aan. Maar dit scenario is niet erg waarschijnlijk, omdat het Westen nu al kampt met zorgen over de levering van onder meer munitie, Rusland nog meer mensen onder de wapenen moet gaan brengen en Poetin zal vrezen dat gedwongen vrede zijn politieke en mogelijk zelfs zijn levenseinde betekent.

Scenario 2: Poetins einde

Ineenstorting van Poetins regime door binnenlandse onvrede is het tweede scenario. Het Russische volk en de Russische elite vinden elkaar dan in de wens om Poetin te dumpen als de verliezen blijven oplopen, sancties meer pijn doen, de Russische brain drain doorzet en de Russische economie minder geholpen wordt door torenhoge olie- en gasprijzen (bijvoorbeeld omdat Europa alternatieven vindt voor Russische energie, de energietransitie versnelt en efficiënter met energie omspringt). Dit lijkt positief, maar de Russische democratische oppositie en de civil society zijn er zo uitgemergeld, dat de kans op een pro-Westerse opvolger van Poetin miniem is. De kans is groter dat een hardliner de touwtjes in handen krijgt. In het ergste geval wordt Rusland in een burgeroorlog gestort met een grote fall-out in de regio. Poetins val zou waarschijnlijk leiden tot een vlucht van beleggers uit Europa, met een verzwakte euro tot gevolg. Dit scenario is net wat waarschijnlijker

dan het eerste, maar is nog altijd niet heel realistisch.

Scenario 3: Escalatie

In het derde scenario voelt Poetin zich dusdanig in het nauw gedreven door Oekraïense successen, dat hij hoger op de escalatieladder gaat en steeds meer de confrontatie opzoekt met de NAVO, om voor Russen het frame van Rusland tegen de wereld te versterken. Dit kan zich uiten in de sabotage van energieaanvoerlijnen en van communicatie-infrastructuur op de zeebodem, in cyberaanvallen op financiële instellingen en in het uiterste geval in de inzet van kernwapens of biologische of chemische wapens op het slagveld. Dan komen aandelenkoersen wereldwijd onder druk, maar krijgen Europese aandelen verreweg de hardste klappen. De EUR/USD zal weer onder pariteit dalen. Ook dit derde scenario is niet heel waarschijnlijk, maar dicht ik wel een grotere kans toe dan de eerste twee.

Scenario 4: Voortslepend conflict

Het voorkeursscenario is dat de oorlog blijft voortslepen. Oekraïne zal geen enkele aandrang voelen tot een vergelijk met Moskou, onder andere vanwege gruwelijke oorlogsmisdaden begaan door Russische soldaten en Wagner-huurlingen. Bovendien zal het Westen zo veel wapens blijven leveren, dat Kiev Rusland kan blijven weerstaan zonder dat het de oorlog kan winnen. Dat laatste willen Westerse leiders waarschijnlijk voorkomen uit angst dat bij Poetin de stoppen doorslaan. Openlijk roepen Westerse politici vaak dat een Oekraïense overwinning de enige optie is, maar achter gesloten deuren zullen ze aansturen op een bevroren conflict. Misschien zoals tussen Noord- en Zuid-Korea. Die twee zijn officieel nog altijd in oorlog met elkaar. Voor de langere termijn zullen Westerse machthebbers hopen dat als Poetin uiteindelijk het veld ruimt, er toch via diplomatieke weg een oplossing tot stand komt. ■



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

Als sector moeten we beleggen in private assets verder professionaliseren

Door Baart Koster Fotografie Peter Putters



Private market assets spreken tot de verbeelding van vele beleggers. Maar hoe aantrekkelijk zijn deze assets eigenlijk als je ze plaatst tegen het turbulente decor van geopolitieke onrust, inflatie en een bijgevolg dreigende recessie? Drie beleggingsexperts werpen hun licht op deze en andere vragen.

Tijdens het door Financial Investigator georganiseerde event over Beleggen in Private Markets begint dagvoorzitter Roelof Salomons meteen met een rondje 'kleur bekennen' als hij de gespreksdeelnemers vraagt welk percentage van hun portefeuilles in private assets belegd is. Harry Geels vertelt substantieel belegd te zijn in deze bij zijn klanten populaire asset class. 'Voor onze kleinere klanten, onder een miljoen euro, zitten we voor 15% tot 20% in twee fondsen. Daarboven hebben we de mogelijkheid om via het Truffle-Aurés Vintage programma omvangrijker, namelijk tot maximaal 30%, in private equity te gaan.'

Bij Providence Capital van Wouter Weijand begint het ingelegde vermogen bij € 5 miljoen. Als daarvoor toestemming is ontvangen van de klanten, wordt ongeveer 10% van de beleggingsportefeuille in privates belegd, aldus Weijand. 'Ongeveer 40% van onze klanten geeft toestemming voor illiquide beleggingen. Hoe groter het vermogen dat zij vertegenwoordigen, hoe meer ruimte er is om dat óók illiquide te beleggen. Als je praat in de orde van grootte van € 40 tot 50 miljoen, dan beleggen we daarvan vaak zo'n 30% in private markets.'

Private versus Public

Huub ten Holter bedient met Mercer voornamelijk pensioenfondsen, verzekeraars en zeer vermogende families. Hij komt op vergelijkbare percentages uit, van 20% tot 30%. Ten Holter wijt dat mede aan marktwerking. 'Je ziet dat liquide assets zijn gedaald en dat niet alle pricing direct doorwerkt in private markets. Niettemin schuiven steeds meer partijen op richting die percentages.' Geels merkt ook dat zijn klanten graag in private markets willen. 'Alleen al de lagere volatiliteit en de toegang tot managers die weer toegang tot private markets kunnen verschaffen, maken deze assets zeer aantrekkelijk. Je ziet

private markets dan ook sterk groeien ten aanzien van public markets.' En tel daar de enorme diversificatie bij op die je via private markets voor je portefeuille kan realiseren, voegt Ten Holter toe. 'Je praat dan al snel over zeven tot acht verschillende asset classes, van natural resources tot vastgoed en private debt. Die diversificatie brengt bovendien efficiency in je portefeuille.'

Weijand geeft aan dat hij zijn particuliere klanten door 'de woestijn' van lage tot nul procent-rente wilde helpen. 'Wij kozen daarom niet voor lage coupons met een enorm lange duration, zoals obligaties, maar voor een hoge coupon met een lage duration. Wij waren daarbij geïnteresseerd in alternative lending, maar vooral ook in private credit, vanwege zijn 'floating' karakter. Daarvoor bouwden wij de afgelopen vijf jaar private debt feeder funds op.' Bovendien wilde Weijand zijn klanten ook nadrukkelijk beschermen tegen inflatie en belegde hij daarom vrij veel in infrastructuurassets.

Salomons wil weten of Weijand verschil ziet tussen institutionele partijen en families als het om beleggingskeuzes voor de klantportefeuilles gaat. 'Jazeker, grote verschillen zelfs,' antwoordt Weijand. Pensioenfondsen zijn naar zijn zeggen voor 30% tot 40% in obligaties belegd en bezitten ook nog eens € 200 miljard aan renteswaps. Zij hebben volgens hem zodoende veel duration vanwege hun LDI en DB-opzet. Weijands klanten hebben daar juist helemaal geen last van, omdat zij geen verplichtingen hebben, maar wel heel veel assets, legt hij uit.

Vershil in keuzevrijheid

Particuliere vermogensbeheerders hoeven met andere woorden die lange duration dus helemaal niet aan te gaan, meent Weijand. Zij kunnen zich gewoon op basis van hun visie positioneren. Dat verschil in autonomie zie je volgens hem ook aan de wrange beleggingsvruchten die institutionele beleggers nu plukken. 'PGGM staat minus 25%, PMT minus 28%. Bij ons is dat minus 8% tot maximaal minus 10%. Dus als particuliere belegger kun je zo'n slachting in de obligatiemarkt vermijden. Die vrijheid heb je.'

Volgens Ten Holter speelt horizon in dit verhaal een belangrijke rol. Je geld zit vaak al snel zes tot twaalf jaar in bepaalde asset classes. Ook als particulier of stichting moet je die tijd natuurlijk wél hebben. Ten Holter: 'Zeker waar het gaat om private markets moet je er tevens voor zorgen dat je daar de juiste exposure naartoe houdt. Je moet dus >



VOORZITTER

Roelof Salomons

Professor Investment Theory and Asset Management, Universiteit van Groningen, onafhankelijk Investment Consultant en Lid van verschillende beleggingscomités



Huub ten Holter

Investment Leader, Mercer



Harry Geels

Senior Investment Advisor, Aurés



Wouter Weijand

CIO, Providence Capital

‘Ongeveer 40% van onze klanten geeft toestemming voor illiquide beleggingen.’

zorgen dat je iedere keer weer herbalanceert in de sleeves, die je dan weer opnieuw opneemt in je portefeuille.’

Salomons zit regelmatig bij families en pensioenfondsen aan tafel en daar is het hernieuwde commitment aan een nieuwe vintage een issue, merkt hij. Ten Holter ziet die discussie ook vaak terugkeren, maar meent dat je, om je risico goed te blijven managen, niet om een bepaalde en blijvende exposure naar privates heen kunt.

Weijand denkt dat als gevolg van recente marktontwikkelingen de komende jaren überhaupt niet veel in Private Markets kan worden belegd, en zéker volgend jaar niet. ‘Het afgelopen jaar is de waarde van de assets van pensioenfondsen gekelderd van € 1.800 naar € 1.500 miljard. Die waardedaling was er ook in Engeland, waar ze door LDI met collateral calls te maken kregen. In Nederland ging 85 miljard aan renteswaps verloren, wat ineens opgehoest moest worden. Dat kon alleen gefund worden uit liquide assets, zoals aandelen en obligaties. Illiquide assets konden daarentegen niet verkocht worden, waardoor het gewicht daarvan in de portefeuilles zodanig toenam dat eerst de liquide asset classes opgebouwd zullen moeten worden. Dat strookt ook met de oproep van Klaas Knot om meer liquide middelen aan te houden.’

Beleggingen spreiden in de tijd

Weijand vermoedt dat er wetgeving zal volgen die pensioenfondsen tot de opbouw van liquide asset classes gaat dwingen. ‘Voor private equity en private credit zal de funding van volgend jaar problematischer worden. Je ziet nu de tarieven al fors oplopen, zeker bij

private credit’, aldus Weijand. Volgens Ten Holter zit het niet zo vast. Hij ziet dat aan de kant van stichtingen en endowments, zeker in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, al behoorlijk hoge percentages gealloceerd zijn, terwijl dat in Nederland nog niet zo is. Daar liggen volgens hem dus wel degelijk kansen. Hoewel toegang tot die markten nog wel een dingetje is, vervolgt hij. ‘Wij hebben binnen Mercer een programma, PIP, en daarin zijn we nu aan vintage 7 toe. Wil je straks toegang hebben vanaf een jaarlijkse inleg van € 3,5 miljoen en je voor de volgende jaren committeren, dan gaat het steeds opnieuw om € 3,5 miljoen. Je praat dan per saldo al over heel andere bedragen. Als een klant dus graag in privates wil en hij kan dat bedrag slechts eenmaal investeren, dan zullen wij hem dat vanwege de risico’s en exposure naar die markt daarom afraden.’

Geels denkt dat dit ten opzichte van pensioenfondsen inderdaad opgaat. Maar als vermogensbeheerder die pas recent toegang kreeg tot alle relevante platformen voor private assets, ziet hij dat zijn klanten nog heel veel ruimte hebben om naar bijvoorbeeld 30% in private assets te gaan. ‘Wij voeden klanten ook op om jaarlijks in ons Auréus Vintage programma mee te doen, om zo de risico’s in de tijd te spreiden. Wij willen ze in principe niet afraden om private assets een keer over te slaan, ook al zitten ze bij wijze van spreken al redelijk tegen hun investeringsdoel aan.’ Niettemin zijn de marktomstandigheden dusdanig veranderd dat er hele interessante beleggingskansen komen, meent Weijand. ‘We hebben sinds de financiële crisis momenteel de hoogste yields in private debt. In senior credit zijn we in een mum van tijd van 7,5% naar 10% en in subordinated debt van 10% naar 15% gegaan. Dat is heel bijzonder.’

Semi-liquide tailor made oplossingen

Weijand denkt dat, doordat sommige pensioenfondsen straks gedwongen worden om op de secundaire markten een deel van hun private equity-positie te verkopen, er allerlei kansen ontstaan bij verschillende secondary funds. ‘Zoals ik aangaf, zal wetgeving of de asset allocatie van pensioenfondsen hen dwingen om meer richting liquide assets te verschuiven. Ik denk daarom dat 2023 wel eens een heel interessant jaar kan worden.’

Dat steeds meer vermogensbeheerders ook kleine klanten in staat stellen te genieten van de zegeningen van private asset classes, is



onmiskenaar een democratiseringstrend in beleggingsland. Dit is op zich een goede zaak, meent Geels. Toch waarschuwt hij voor de risico's die hier tegelijkertijd aan verbonden zijn. 'Wij bieden kleine beleggers toegang via de Schroders Gaia II Global Private Equity-strategie, waar je al vanaf tien mille kunt instappen. Ook van 2005 tot en met 2007 hebben we zo'n democratiseringsslag gehad, waarin allerlei funds of funds via ABL-leningen, private leningen en private equity-fondsen toegang gaven tot privates voor particuliere beleggers. Zelf zat ik als vermogensbeheerder ook in zo'n fund of funds dat in 2008 echter moest sluiten door uittredende particulieren.'

Geels doelt op het fenomeen dat bij te veel particulieren in dergelijke fondsen het gevaar dreigt dat die in een crisis 'en masse' wegrennen. 'Je bent net zo liquide als de onderliggende liquiditeit. Ik denk dat we er als industrie op moeten toezien dat alleen klanten instappen die zich eraan kunnen committeren om jaarlijks opnieuw te investeren. Mijns inziens moeten we hier echt een professionaliseringsslag maken, willen we niet w  er een 2008-crisis meemaken', aldus Geels.

Weijand merkt op dat het een gegeven is dat mensen niet uit kunnen stappen. 'Bij ons krijgen klanten die dit willen doen een apart beheercontract en wordt hen uitgelegd dat ze tekenen voor het feit dat hun positie een aantal jaren illiquide is. Het kan ook niet zo zijn dat we hen de illusie zouden geven dat ze er tussentijds uit kunnen stappen.'

Ten Holter wijst erop dat er steeds meer alternatieven op de markt komen. Zelf brengt hij voor zijn klanten tailor made-structuren naar de markt die in de semi-liquid space liggen, wat een combinatie is van een stukje liquide markten met illiquide markten.

Wild West-beleggen?

Om het voor de aanwezigen in de zaal aanspreekbaar te maken, presenteert Salomons het voorbeeld van beursgenoteerd vastgoed in combinatie met niet-beursgenoteerd vastgoed, waarbij het liquide stuk als buffer kan dienen. Ten Holter vindt dat een geslaagd voorbeeld en vult aan dat je daarbij een bepaalde buffer aanhoudt van 5% tot 10% om desgewenst bepaalde distributies aan je klanten te doen. Educatie, zo beaamt de gespreksdeelnemers, is in elk geval key wanneer je kleine beleggers betreft bij private markten. Men moet, met andere woorden, weten waaraan men begint.

Vanuit de zaal wordt vervolgens opgemerkt dat er ook platforms zijn waar mensen zelf ongecontroleerd kunnen inkopen. Daarbij wordt niet of vrijwel niet gecontroleerd hoeveel private assets een particulier koopt in verhouding tot zijn totale vermogen. Zodoende gaan deze beleggers significante risico's aan, concludeert iemand anders, die vervolgens wil weten hoe de experts dit zien.

In dergelijke gevallen ligt er heel duidelijk een zorgplicht bij die leningsplatformen, vindt Ten Holter.

Weijand denkt dat voor een individuele belegger de risico's eigenlijk niet te beoordelen zijn. Particulieren kunnen bovendien vreemde financiële beslissingen nemen. Je weet met andere woorden totaal niet aan wie je uiteindelijk je geld uitleent, waarom, wat je daarvoor terugkrijgt en of er collateral is, zo waarschuwt Weijand. Ten Holter wijst erop dat ook bij cryptoplatformen deze risico's spelen voor particuliere beleggers.

Geels vraagt zich af welke platforms zoveel particulieren toestaan in hun eigen fonds. Dat maakt deze platforms kwetsbaar, vindt hij. Hij opteert hoe dan ook voor een bepaalde bandbreedte voor het aantal particuliere beleggers in een fonds.

Beste en minst aantrekkelijke asset classes

Als laatste wil Salomons weten over welke private market de deelnemers het positiefst zijn. Weijand noemt private credit 'nu interessant', evenals, zij het in iets mindere mate, infrastructuur. Hij adviseert echter om niet al te veel in deze reeds zeer populaire asset class te beleggen. Ten Holter vindt infrastructuur, private debt en natural resources interessant, hoewel hij de mogelijkheden binnen de laatste categorie vrij beperkt noemt. Geels probeert in alle genoemde private markets te zitten en door de tijd heen posities op te bouwen, zonder dat zozeer te timen. Vastgoed zal naar Geels inschatting nog wat gaan dalen, maar in die asset class zullen ook weer kansen ontstaan, denkt hij.

Op de slotvraag van Salomons naar een uitsmijter pakt Weijand uit. 'In onze sector kom je steeds de Internal Rate of Return (IRR) tegen. Dat is het meest gebrekkige concept ooit. Het zou bij elke toezichhouder verboden moeten worden. Vraag daarentegen altijd naar Total Return en naar Net Money Multiples, wat ook een implied Total Return is. Maar vergeet vooral alle IRR's!' ■

'Je bent net zo liquide als de onderliggende liquiditeit.'

IN HET KORT

Private markets worden steeds populairder bij beleggers vanwege de flinke diversificatie, lagere volatiliteit en steeds bredere toegang tot de asset class via managers.

Als de sector zich niet verder professionaliseert waar het gaat om de size van klanten en het jaarlijkse commitment naar privates, dan zou een uitstroom zoals in 2008 weer plaats kunnen vinden.

Vastgoed, infrastructuur en private credit zijn momenteel interessante asset classes.

Internal Rate of Return is een gebrekkig concept.

Private credit enters potentially attractive vintage era

Rising yields, improving capital structures and favorable deal terms signal the potential onset of an attractive vintage for private credit investors who focus on rigorous underwriting and credit selection.

By Bill Sacher



Bill Sacher

Partner & Head of Private Credit, Adams Street Partners

Concern about the rising risk of a contraction roiled public equity and debt markets in 2022, shifting the attention of many investors in the direction of capital preservation.

For private credit managers focused on funding businesses in an environment characterized by volatility, interest rate hikes and generationally high inflation, careful credit selection and tight underwriting can be key differentiators.

But alongside this mindset are several shifts in market dynamics that lead to optimism that we could be at the beginning of a fairly protracted and attractive vintage period for private credit.

Improving metrics
On many key measures, including absolute and

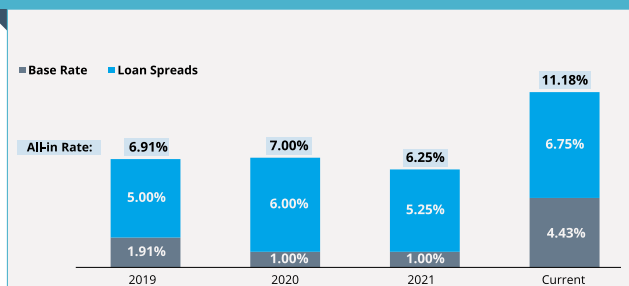


relative yield, leverage, equity contributions, covenants, and lender's rights, the dial has moved in favor of credit providers.

Based on the deal flow we have seen in recent years, and as Figure 1 and Figure 2 show¹, yields have climbed significantly since 2019, to more than 11%, which we view to be a

compelling return for the level of risk associated with senior, secured debt. In the same time frame, our deal flow suggests the credit spread demanded by investors widened to about 6.75% from around 5%, with the potential to grow further. Relatively, private credit provides a premium spread of 200-300 basis points over a number of

FIGURE 1: DEAL TERMS - PRIVATE CREDIT BENEFITS FROM HIGHER YIELDS, WIDENING SPREADS



Source: Adams Street Partners, based on Adams Street Private Credit market observations. Base Rate represents 3-month Libor as of the last day of each calendar year for 2019-2021 and 3-month term SOFR as of November 30, 2022, for Current.

more liquid options. Meanwhile, the floating-rate nature of private credit provides a hedge against interest rate risk that fixed-coupon instruments lack.

Lower leverage

Most major risk parameters are also moving in the right direction for private credit investors.

Leverage has decreased to roughly 5.5 times earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA), from a peak of six times EBITDA or more in 2021, based on our private credit market observations. We believe those figures are likely to decline further, because rising interest rates are acting as a governor on companies' ability to carry much more than five times debt to EBITDA.

Higher equity contributions

The equity contribution in deals has also climbed by typically 10 percentage points to about 50% of deal value since 2019, according to our private credit market observations. This implies the enterprise value of a portfolio company would need to con-

tract by half to risk impairing the underlying loan.

The dislocation in public markets has also bolstered protections for lenders, including strong collateral, beefier covenants and capital structure seniority that provides additional security and rights in workouts and bankruptcies.

Credit analysis

Extensive due diligence also helps credit providers to select deals with the attributes that most closely match core investment parameters. Acting as lead lender provides access to the data needed to accurately analyze potential pressure points that may impact a business. A forensic accountant can determine an underwritable EBITDA number, while external consultants can appraise supply chains, market dynamics and competitive positioning within a sector.

In our view, defensive, mission-critical businesses with the ability to pass on costs through higher prices are more resilient than those that are historically more closely correlated to economic growth. On the other hand, companies in

capital-intensive sectors that rely on discretionary spending, or ones that provide labor-intensive services where wage pressures and personnel churn can create problems in a tight labor market, are typically less resilient.

In general, we view private equity-backed deals as being safer, as sponsors tend to use their resources to support portfolio companies, including providing additional liquidity when necessary. Such a backstop, particularly when recession risk is heightened, can be of great value. Further, in our experience, working with deal sponsors with strong records and sector experience can give private credit providers a competitive advantage.

Deal flow offsets

While depressed valuations and tighter credit selection create a reasonable expectation of a slowdown in deployment in 2023, deal flow will likely be supported by \$586 billion in dry powder in North America focused buyout funds as of 22 November 2022, according to Preqin. Another potential offset to a slower pipeline is that larger businesses are tapping private markets after banks pulled back from issuing broadly syndicated loans and acting as syndication agents during 2022.

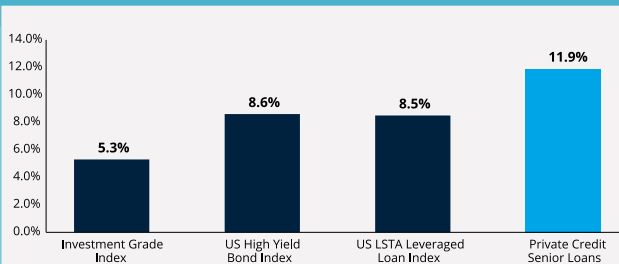
There's a saying in the private credit business that some of the best loans are written in the worst of times. With the potential for investors to earn attractive returns, while positioning themselves more defensively thanks to an unusual combination of

higher yields, improving deal terms, lower leverage, tighter underwriting and stricter credit selection, there are encouraging signals that private credit could be at the start of an attractive vintage period. ■

¹ The use of graphs, charts, formulas, or other devices is subject to inherent limitations and difficulties; investors should not make investment decisions, including whether to purchase or sell or the timing of such actions, based solely on the information presented in such devices.

Important Considerations: This information (the "Paper") is provided for educational purposes only and is not investment advice or an offer or sale of any security or investment product or investment advice. Offerings are made only pursuant to a private offering memorandum containing important information. Statements in this Paper are made as of the date of this Paper unless stated otherwise, and there is no implication that the information contained herein is correct as of any time subsequent to such date. All information has been obtained from sources believed to be reliable and current, but accuracy cannot be guaranteed. References herein to specific sectors are not to be considered a recommendation or solicitation for any such sector. While Adams Street believes in the merit of private credit investing, private credit investments are nevertheless subject to a variety of risk factors. There can be no guarantee against a loss, including a complete loss, of capital. Past performance is not a guarantee of future results. Projections or forward-looking statements contained in the Paper are only estimates of future results or events that are based upon assumptions made at the time such projections or statements were developed or made. There can be no assurance that the results set forth in the projections or the events predicted will be attained, and actual results may be significantly different from the projections. Also, general economic factors, which are not predictable, can have a material impact on the reliability of projections or forward-looking statements.

FIGURE 2: YIELD PREMIUM - PRIVATE CREDIT YIELDS COMPARE FAVORABLY TO ALTERNATIVES



Source: Adams Street Partners, based on latest available index information as of November 30, 2022. US Investment Grade from S&P 500 Investment Grade Corporate Bond Index as of November 30, 2022. High Yield Bonds from S&P U.S. High Yield Corporate Bond Index as of November 30, 2022. Leveraged Loans from S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Index as of November 25, 2022. Private Credit Senior Loans yield calculated based on observed market spreads of +/-650bps, 443bps base rate as of November 30, 2022, and upfront fees of 2.5% amortized over 2.5 years.

SUMMARY

Rising yields, improving risk parameters and better deal terms form a trifecta of positive dynamics for well-informed, defensively minded private credit managers.

Rigorous underwriting and conservative credit selection can be critical differentiators.

Lighter deal flow from core sources is being offset by high amounts of private equity dry powder and larger businesses turning to private markets as public debt options are closed off.

Van groei naar bloei met impact accounting

Ondanks de giftige cocktail van groeiende maatschappelijke uitdagingen (klimaatverandering, biodiversiteitsafbraak, voortschrijdende mensenrechtenschendingen) en de toenemende commitments aan de SDGs ontbreekt het in de financiële sector aan betrouwbare impactinformatie en instrumenten om te sturen op maatschappelijke impact. Impact accounting kan de basis leggen voor een Impact Economie waarin werk, innovatie en ondernemerschap bijdragen aan het oplossen van de maatschappelijke uitdagingen.

Door *Werner Schouten*

Om de groeiende maatschappelijke opgaven (klimaat, biodiversiteit, ongelijkheid) het hoofd te bieden, geldt als één van de grote kansen van deze tijd de realisatie van een Impact Economie: een economie die de kracht van de markt gebruikt om welzijn te creëren voor iedereen. De Impact Economie is een markteconomie waarin de mindset, informatie en prikkels zo zijn ingericht dat werk, innovatie en ondernemerschap bijdragen aan het oplossen van onze maatschappelijke uitdagingen. Niet economische groei, maar gemeenschappelijke bloei staat in deze economie voorop.

Deze visie wordt in toenemende mate omarmd, getuige de focus op duur-

zame langetermijnwaardecreatie in de recent gepubliceerde corporate governance code. Toch liggen ondernemingen en fondsen wereldwijd niet op koers voor het behalen van de SDGs en de klimaatdoelstellingen van

Parijs. Het financieringsgat voor het behalen van de SDGs wordt geschat op \$ 2,5 tot 3 biljoen per jaar.¹

Het ontbreekt aan impactinformatie en aan de instrumenten om te sturen op impact en om invulling te geven aan duurzame langetermijnwaardecreatie.

Informatie en instrumenten

Allereerst schiet de huidige ESG-informatie tekort voor impactsturing. Zo blijkt uit onderzoek van MIT dat veel ESG-informatie op dit moment inconsistent, moeilijk vergelijkbaar en subjectief is.² Daarnaast wordt voornamelijk de invloed van de samenleving op de onderneming gemeten en niet andersom. ESG lijkt daarmee een voortzetting van het adagium 'financiële waardecreatie in plaats van maatschappelijke waardecreatie'.

Europese regelgeving, in de vorm van de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) en de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), biedt het broodnodige soelaas door te zorgen voor betrouwbare

informatie en transparantie met betrekking tot impact. Deze regelgeving is een belangrijke sprong voorwaarts, maar niet zaligmakend. Zo omvat de CSRD niet alle impact van een onderneming. De rapportageverplichting voor mensenrechtenschendingen is bijvoorbeeld beperkt. Daarnaast leveren de 1.100 datapunten waar bedrijven over moeten rapporteren onder de CSRD nog weinig concrete sturingsinformatie voor zowel de organisatie als investeerders. Het gebrek aan instrumenten voor het sturen op impact blijft dus bestaan.

Impact accounting

Om deze lacune voor impactsturing op te vullen (en daarmee meer voordeel te halen uit de CSRD), heeft de Impact Economy Foundation, samen met de Harvard Business School, Singapore Management University, Rotterdam School of Management en Impact Institute, het Impact-Weighted Accounts Framework (IWAF) ontwikkeld. IWAF stelt organisaties in staat om de jaarlijkse financial statements te verrijken met impact statements. De impact statements bestaan onder andere uit een maatschappelijke

FIGUUR 1: EEN MAATSCHAPPELIJKE JAARREKENING



‘Impact accounting stelt organisaties in staat om te meten, te rapporteren en te sturen op maatschappelijke impact.’

jaarrekening (zie Figuur 1), die de directe en indirecte maatschappelijke impact van een onderneming kwantificeert en, in euro's, waardeert op zes soorten kapitaal: financieel, intellectueel, geproduceerd, sociaal (zoals de bijdrage aan mensenrechten), menselijk (waaronder gezondheid en welzijn van werknemers en klanten) en natuurlijk (met onder meer klimaat, biodiversiteit en landgebruik). Niet-financiële effecten worden gewaardeerd op basis van hun effect op het huidige en toekomstige welzijn van mensen. De maatschappelijke jaarrekening geeft zo op een vergelijkbare, geharmoniseerde wijze de echte winst (True Profit) van de onderneming weer: de totale bijdrage of afbreuk van de onderneming aan het welzijn van de samenleving.

Impact accounting geeft zo gehoor aan de wens van beleggers tot vergelijkbare, gemonetariseerde impactinformatie voor besluitvorming en risicoanalyse. Uit de resultaten van een internationale PwC-beleggers-enquête over ESG in 2022 bleek dat tweederde van de beleggers naast vergelijkbare impactdata ook zou willen dat bedrijven de geldwaarde van de effecten die hun acties hebben op het milieu en de samenleving, bekend zouden maken. Deze bredere blik op waarde stelt investeerders beter in staat om de transitie- en reputatierisico's van ondernemingen in kaart te brengen.

Ook faciliteert IWAF rationale besluitvorming bij investeerders en financiële instellingen op basis van impact. Zo werkt een groep van banken (waaronder ABN AMRO, DBS en Caixa Bank), verenigd in het Banking for Impact-initiatief, met IWAF samen aan het waarderen van beleggingsportefeuilles en het vergroten van de positieve maatschappelijke impact.

Ook buiten de financiële sector vindt deze aanpak gehoor bij grote ondernemingen als Holcim, Novartis en Alliander. Voor ondernemingen helpt impact accounting namelijk bij het anticiperen op nieuwe kansen. Zo deed Volvo een analyse naar de brede maatschappelijke waarde van elektrische bussen ten opzichte van dieselbussen. Hoewel de kosten van de elektrische bus ten tijde van de studie (2015) hoger waren dan die van de dieselbus, was de bijdrage van de schone elektrische bus aan het welzijn significant hoger dan die van de vervuilende dieselbus. Dit motiveerde Volvo om in een vroeg stadium stevig te investeren in elektrische bussen. Mede daardoor is het concern inmiddels uitgegroeid tot marktleider in West-Europa. Impact accounting is dus een waardevol instrument voor bedrijven die koploper willen zijn.

Ook draagt impact accounting bij aan een geharmoniseerde taal voor impact

binnen een onderneming. Nu geldt nog dat hoe meer impacts een bedrijf meeneemt in de besluitvorming, hoe moeilijker impactsturing is. Tonnen CO₂, hectaren biodiversiteitsverlies, disability-adjusted life years (indicator voor gezondheidsschade) en de frequentie van kinderarbeid zijn lastig met elkaar te vergelijken. Door dit in euro's uit te drukken, wordt dit gemakkelijker.

Ten slotte is ook de samenleving gebaat bij impact accounting. Door projecten en innovaties te beoordelen op hun brede waarde, kunnen ondernemers winst en maatschappelijke impact makkelijker balanceren, zodat beide voldoende groot zijn. Werk, innovatie en ondernemerschap dragen zo meetbaar bij aan het welzijn van generaties in het hier en nu en van generaties later en elders.

Toekomst

Impact accounting stelt organisaties in staat te meten, te rapporteren en te sturen op maatschappelijke impact. Het legt daarmee de basis voor een Impact Economie waarin maatschappelijke waardecreatie is verweven met de kern van de strategie en de operatie van elke onderneming en financiële instelling. Door ook de prikkels in de markt aan te passen, zoals de beprijzing van externaliteiten en het gebruik van grondstoffen, kan ervoor worden gezorgd dat ondernemingen hun middelen effectiever inzetten voor het oplossen van maatschappelijke uitdagingen. ■



Werner Schouten

Directeur, Impact Economy Foundation

IN HET KORT

Het financieringsgat voor het behalen van de SDGs is geschat op \$ 2,5 tot 3 biljoen per jaar.

Het ontbreekt aan impactinformatie en aan de instrumenten om te sturen op impact en om invulling te geven aan duurzame langetermijnwaardecreatie.

Met impact accounting kunnen zowel ondernemingen als investeerders beter meten, rapporteren en sturen op brede waardecreatie. Door impact in euro's uit te drukken, worden de verschillende impacts gemakkelijker vergelijkbaar.

Impact accounting legt de basis voor een Impact Economie waarin maatschappelijke waardecreatie is verweven met de kern van de strategie en de operatie van elke onderneming en financiële instelling.

1 Rethinking Impact to Finance the SDGs (UNEPI, 2018).

2 Aggregate Confusion: The divergence of ESG ratings (Berg, F., Koelbel, J. & Rigobon, R., 2019).



Duurzame metrics voor sociale impact in microfinance

Beleggen in microkredieten combineert het streven naar een stabiel rendement met het realiseren van sociale impact. Wat zijn de ontwikkelingen voor deze vorm van impactbeleggen in 2023? Financial Investigator richtte zich met die vraag tot ASN Impact Investors en Triple Jump, die tot de pioniers op het gebied van microfinance behoren. ‘Het zou goed zijn als de SFDR ‘impact washing’ helpt tegengaan.’

Door Esther Waal

Beleggen in microfinanciering is een wereldwijde miljardenmarkt waarin ASN Impact Investors al sinds 1996 actief is. Hun microkredietfonds omvat leningen aan en participaties in 85 microkredietinstellingen uit opkomende landen, die miljoenen boeren en ondernemers in 40 landen van microkredieten voorzien.

De enorme verscheidenheid aan landen, kredietverleners en doelgroepen binnen de microfinanciering maakt het beleggen hierin tot een specialisme. Fondsmanager Sascha Noé steunt in haar werk op de expertise van ESG & Impact Specialist Sofia Bernardini en haar collega's van Triple Jump, dat als partner in het veld en als beleggingsadviseur optreedt.

Hoe lukt het jullie om vanuit Nederland bezig te zijn met microfinanciering in opkomende landen?

Sofia Bernardini: ‘Het werken in opkomende markeconomieën kan een uitdaging zijn, ook vanwege een volatiel politiek en economisch klimaat. Je moet begrip ontwikkelen voor de lokale context waarin microkredietinstellingen opereren. We hebben daarom lokale kantoren in elk van de regio's waarin we actief zijn. Daar werken mensen uit de regio met goede netwerken en inzicht in de lokale context.’

Sascha Noé: ‘Die lokale aanwezigheid en expertise helpen ons enorm bij de selectie van investeringen. De uitgebreide due diligence, zowel financieel als op het gebied van duurzaamheid, geven ons de zekerheid dat potentiële investeringen voldoen aan onze strenge criteria.’

Het gros van jullie portefeuille bestaat uit leningen aan microkredietinstellingen, maar jullie hebben ook participaties in deze instellingen. Waarom? Bernardini: ‘We adviseren inderdaad steeds vaker ook een aandelenparticipatie, idealiter met een zetel in de raad van commissarissen of een ander toezichthoudend orgaan. Zo kunnen wij de financiële instelling adviseren over best practices op het gebied van sociale prestaties. Daarnaast kan een instelling met extra eigen vermogen ook meer leningen aantrekken en sneller groeien.’

Noé: ‘Je geeft het signaal af: wij ondersteunen jullie groeitraject. En het helpt soms ook als een partij zoals de onze haar naam verbindt aan een kredietinstelling. Dat draagt bij aan het vertrouwen.’

Wat brengt 2023 voor beleggen in microfinancieringen?

Bernardini: ‘Er speelt een toenemende vraag naar transparantie, verantwoording en het meetbaar maken van impact. Die vraag komt vanuit de markt, maar wordt ook gedreven door regelgeving vanuit onder meer de EU.’

Noé: ‘Meer dan ooit draait het om volledige en betrouwbare informatie en om aantonen hoe je impactstrategie zich vertaalt in kwalitatieve en kwantitatieve impact. En daarbij wordt voortaan ook expliciet ingegaan op onbedoelde gevolgen.’

Bernardini: ‘Dat volgt uit de SFDR, waarmee Brussel de lat vanaf dit jaar hoger legt voor impactfondsen. Ons fonds is geclassificeerd als

artikel 9-fonds. Wij rapporteren in juni voor het eerst over de zogeheten Principal Adverse Impact (PAI), oftewel over de eventuele negatieve effecten op duurzaamheid van onze investeringen en hoe we die voorkomen.’

Zijn die nieuwe rapportage-eisen zinvol voor de microfinancierings-sector?

Noé: ‘Voor zover ze greenwashing en impact washing tegengaan, zijn regels en toezicht van de overheid zeker welkom. Het zorgt bovendien voor gemeenschappelijke normen en definities. We zijn nu vertrouwd met de EU Taxonomie gericht op het milieu en in de nabije toekomst volgt een sociale taxonomie. We weten nog niet hoe die eruit gaat zien, maar ik hoop dat zij aansluit bij microfinanciering.’

Bernardini: ‘We moeten er echter wel rekening mee houden dat het een uitdaging wordt om de normen van de SFDR toe te passen op kleine particuliere investeringen in opkomende en frontiermarkten. Microkredietinstellingen werken vooral met kleine ondernemers en informele bedrijven. Daardoor zijn gegevens vaak beperkt beschikbaar of niet helemaal compleet. Daarom werken wij als Triple Jump met ASN Impact Investors en andere investeerders samen om ervoor te zorgen dat de PAI-rapportage desondanks zo volledig en nauwkeurig mogelijk is.’

Noé: ‘We zetten al meer dan 25 jaar stappen om met betere data en nauwkeurigere rapportages het investeren in microfinancieringen te laten groeien. Het zou wat dat betreft wel jammer zijn als de SFDR-verorde-

ning nu partijen benadeelt die in opkomende markten enorme impact maken, maar juist vanwege hun missie nog niet alle data kunnen verstrekken die nu worden vereist.’

Wat doen jullie nog meer om de transparantie rond microfinancieringen te verbeteren?

Bernardini: ‘We zijn aangesloten bij CERISE-SPTF, dat voor onze industrie normen en best practices formuleert voor het meten van prestaties op het gebied van sociale en milieu-impact. Zo kunnen we microkredietinstellingen beoordelen aan de hand van een vragenlijst die door meer investeerders in onze sector wordt gebruikt.’

Noé: ‘Het heeft voordelen als meerdere spelers in de sector dezelfde instrumenten gebruiken. Je kunt de prestaties van microkredietinstellingen er beter door vergelijken en het beperkt de rapportagelast voor de instellingen tot een minimum.’

Bernardini: ‘Het is goed dat de SFDR veel aandacht heeft voor het voorkomen van negatieve effecten op duurzaamheid, het ‘doing no harm’. Wij maken intussen vorderingen met het meten en rapporteren van de positieve impact. Het is essentieel om te weten wat we bijdragen aan huishoudens en bedrijven in opkomende markten. Daarom doen we elk kwartaal en halfjaar impactmetingen die zijn afgestemd op de SDGs.’

Noé: ‘Maar uiteindelijk heeft impact vele dimensies. Daarom nemen wij samen met Triple Jump deel aan de 60 Decibels Micro-

finance Index. Dat is een wereldwijd klantonderzoek waarbij meer dan 70 microkredietinstellingen worden beoordeeld door tienduizenden klanten. Daaruit komt een beeld naar voren van het bereik van de instellingen, hun impact op kleine bedrijven en huishoudens en hoe robuust en veerkrachtig ze zijn.’

Hoe zit het met productinnovatie?

Noé: ‘Ik ben enthousiast over een nieuw fonds dat Triple Jump onlangs heeft gelanceerd en waarin we met ons microkredietfonds een van de launching investeerders zijn.’

Bernardini: ‘Dat fonds is ontwikkeld als reactie op de coronacrisis met als doel de kapitaalbasis van microfinancieringsinstellingen te versterken. Het fonds verstrekt achtergestelde leningen die bijdragen aan de solvabiliteit van microkredietinstellingen; een unieke strategie met een ander interessant risicorendementsprofiel. We verwachten het fonds nog verder te kunnen laten groeien en werken nu aan een laatste closing in december 2023.’

Dat klinkt alsof jullie de microkredietsector blijven helpen doorontwikkelen.

Noé: ‘We zullen inderdaad blijven samenwerken aan dezelfde missie: een positieve sociale impact creëren voor kleine ondernemers in opkomende markten en voor hun huishoudens. Ik zie nog volop kansen om te investeren in de verbetering van toegang tot financiële diensten die de weerbaarheid vergroten van mensen met lage inkomens en van micro- en kleine bedrijven.’ ■



Sofia Bernardini

ESG & Impact Specialist,
Triple Jump



Sascha Noé

Fondsmanager
ASN Microkredietfonds,
ASN Impact Investors

IN HET KORT

ASN Impact Investors en Triple Jump werken samen aan het creëren van sociale impact voor kleine ondernemers in opkomende landen.

Bij microfinance speelt een toenemende vraag naar transparantie, verantwoording en het meetbaar maken van impact.

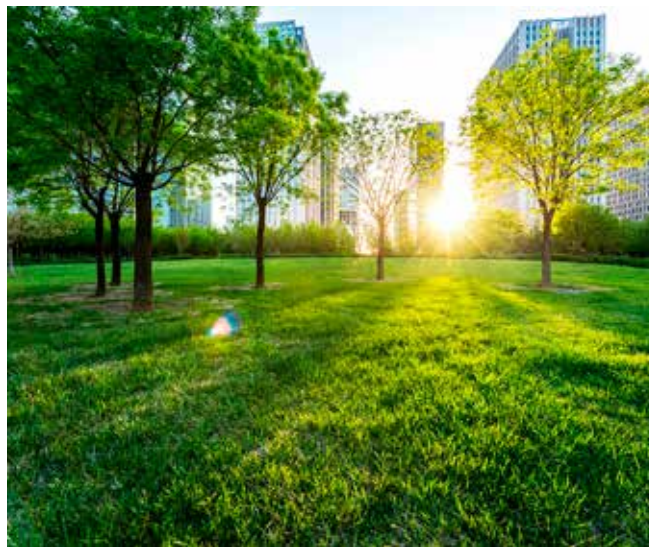
Met de SFDR legt de EU vanaf dit jaar de lat hoger voor impactfondsen. Het fonds van ASN is geclassificeerd als een artikel 9-fonds.

Naast leningen wordt ook in toenemende mate eigen vermogen verstrekt aan microkredietinstellingen.

Van groen gebouw naar groen gebied

Bij de verduurzaming van vastgoed moet ook de omgeving klimaatbestendig worden gemaakt. Groen is daarbij het toverwoord.

Door Lodewijk Hoekstra



Het veranderende klimaat brengt grote risico's met zich mee voor de fysieke leefomgeving. De overstromingen in Limburg en de hitte en droogte van afgelopen zomer, waardoor zelfs de drinkwatervoorziening in gevaar kwam, staan nog vers in het geheugen. Volgens klimaatdeskundigen neemt de kans op weerextremen de komende jaren alleen maar toe. Als we onze steden en dorpen leefbaar willen houden en de risico's op schade aan gebouwen en infrastructuur willen beperken, moeten we de leefomgeving zo snel mogelijk klimaatbestendiger en groener inrichten. Maar hoe ziet de businesscase voor de vergroening van de directe omgeving van vastgoed er in de praktijk uit?

Verduurzaming vastgoed

De verduurzaming van onroerend goed heeft de

laatste jaren een vlucht genomen. In het kader van de energietransitie en CO₂-reductie zijn veel gebouwen inmiddels geïsoleerd en voorzien van zonnepanelen. Doordat dergelijke investeringen direct een positief effect hebben op de energierekening en de taxatiewaarde, zijn banken en vastgoedeigenaren in staat een sluitende businesscase te maken. Uiteraard speelt ook de overheid een sturende rol. Met concrete maatregelen, zoals het verplichte energielabel C voor kantoren per 1 januari 2023, worden investeringen aangejaagd.

Vergroenen omgeving

Een volgende stap in het verduurzamingsproces is het klimaatbestendig inrichten van het gebied of terrein rondom onroerend goed. Vergroening is hierbij het toverwoord. Ook dat levert de vastgoedeigenaar veel directe baten op. Door bijvoorbeeld gebruik te maken van de isolerende werking van groene daken en gevels kunnen vastgoedeigenaren besparen op de stook- en koelingskosten. Bovendien hebben woningen en bedrijfspanden in groene buurten gemiddeld zo'n 4 tot

8% hogere waarde. Ook zijn er onderzoeken die aantonen dat de omzet van winkels en horeca in een groene straat of omgeving hoger is.¹

Ecosysteemdiensten

Met de aanleg van groen in de stedelijke omgeving kunnen veel klimaatproblemen tegelijkertijd worden aangepakt. Het Planbureau voor de Leefomgeving spreekt in dit kader ook wel van 'ecosysteemdiensten'. Dit zijn diensten die de natuur levert aan de maatschappij, zoals de CO₂-opslag van bomen of het zuiveren van oppervlaktewater door rietkragen. In de stedelijke omgeving zorgen bomen, struiken, groene daken en waterpartijen voor koeling en afvoer van overtollig regenwater. Ook helpt meer groen om de schrikbarende achteruitgang van de biodiversiteit een halt toe te roepen, waardoor onder andere insecten en vogels worden geholpen.

Gezondheidsbaten

Op het gebied van de (volks-) gezondheid brengt groen nog meer baten met zich mee. Zo zorgen bladeren van bomen en struiken voor zuivering van vervuilde stadslucht en hebben ze

'Met de aanleg van groen in de stedelijke omgeving kunnen veel klimaatproblemen tegelijkertijd worden aangepakt.'

‘Ondanks de grote maatschappelijke en economische baten van groen komen (private) investeringen in vergroening van vastgoed nog maar traag op gang.’

een geluiddempende en rustgevendende werking. Gedragswetenschapper Jolanda Maas van de Vrije Universiteit toonde aan dat mensen die in een groene omgeving wonen gezonder zijn, meer bewegen en minder stress ervaren.² Het gevolg is dat het ziekteverzuim en het medicijngebruik in groene buurten lager is.

Businesscase

Ondanks de grote maatschappelijke en economische baten van groen komen (private) investeringen in de vergroening van vastgoed nog maar traag op gang. Een van de redenen is dat het opstellen van een sluitende businesscase voor groene investeringen een complexe zaak is. Hoe bereken je de economische baten van een boom of een struik? Wat levert een vijver of een insectenhotel op? Anders dan bij energiebesparende investeringen, is het bij vergroening ook niet altijd inzichtelijk bij wie baten terechtkomen, en vallen financiële voordelen vaak pas in de toekomst, terwijl het kapitaal om te investeren nú nodig is.

Een eerste stap bij het maken van de businesscase is het in kaart brengen, meten en kwantificeren van de effecten van vergroeningsmaatregelen. Verschillende initiatieven zijn hierop gericht. Een goed voorbeeld is het onlangs gelanceerde Register Duurzame Leefomgeving

(RDL). Met deze dienst kan op basis van hoogwaardige geodata, voor elk terrein in Nederland, met één druk op de knop een omgevingsscan worden opgevraagd. Hierdoor krijgen gemeente, eigenaar, ontwikkelaar en investeerder snel inzicht in de stand van zaken rond de thema's biodiversiteit, klimaat en gezondheid. Elk thema wordt voorzien van een score, die zich vertaalt naar een label, vergelijkbaar met het energielabel. In het rapport worden oplossingen aangedragen om de score te verbeteren. Bij grond- en vastgoedexploitaties en ruimtelijke ontwerpen kan deze informatie worden gekoppeld aan de kostenbatenanalyse en de businesscase voor het vergroenen van vastgoed.

Pilotproject

In het kader van enkele pilotprojecten rond het RDL, werken marktpartijen vanuit verschillende disciplines momenteel samen om een groene businesscase uit te werken. Zo is vastgoedbelegger Sectie5 aangehaakt om aan de hand van de ontwikkeling van een woonzorgcomplex door te rekenen welke vergroeningsmaatregelen besparing en rendement opleveren. Initiatiefnemer NL Greenlabel brengt expertise in omtrent het meten en het interpreteren van groene data. Voor de waardebeoordeling van het

vastgoed zitten de experts van Colliers aan tafel.

Vanuit de directie van ABN AMRO wordt de pilot met interesse gevolgd. Als belangrijke vastgoedfinancier is de bank zich steeds meer bewust van de maatschappelijke verantwoordelijkheid bij de klimaatopgave. De pilot sluit aan bij de duurzaamheidsambities van de grote banken. Zo heeft ING samen met Trees for All plannen voor een 'vastgoedbos' en heeft ABN AMRO recent een nieuwe 'Climate Strategy' gelanceerd, waarbij de transitie naar een 'net zero economy' in 2050 centraal staat.

Daarbij spelen de nieuwe richtlijnen en wetgeving vanuit de Europese Unie ook een steeds prominenter rol. Naast de verplichte klimaatstresstesten voor banken en mogelijke nieuwe wetgeving, die natuurinclusief bouwen verplicht gaat maken³, zijn er de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en de EU Taxonomie.

Door het inrichten van speciale faciliteiten voor de financiering van vergroening wordt het een stuk interessanter voor vastgoedpartijen om te investeren in de groene buitenruimte. De pilot met het Register Duurzame Leefomgeving zal uitwijzen hoe een businesscase voor vastgoedvergroening eruit kan zien. Als alles naar verwachting verloopt, kunnen de resultaten worden gepresenteerd op de komende PROVADA in juni van dit jaar. ■



Lodewijk Hoekstra

Ondernemer, co-Founder NL Greenlabel, TV-presentator van tuinprogramma's

IN HET KORT

Meer groen kan de klimaatrisico's voor de leefbaarheid van de stedelijke omgeving verkleinen.

Dankzij wetgeving zijn veel gebouwen energiezuinig gemaakt. Een volgende stap is het vergroenen van de buitenruimte rondom het vastgoed.

Vanwege onduidelijkheid over de kosten en de baten van vergroening blijven investeringen achter. De ontwikkeling van een sterke businesscase moet hier verandering in brengen.

Belangrijke spelers in de markt, waaronder NL Greenlabel en ABN AMRO, bouwen momenteel aan een businesscase voor vastgoedvergroening.

1 <https://www.straatbeeld.nl/artikel/groene-winkelgebieden-goed-voor-mens-natuur-klimaat-en-economie>

2 <https://research.vu.nl/en/publications/exploring-mechanisms-underlying-the-relationship-between-the-natu>

3 <https://www.hortipoint.nl/deboomkwekerij/minister-de-jonge-gaat-onderzoeken-of-natuurinclusief-bouwen-kan-woorden-verplicht/>

YOUNG PROFESSIONALS OVER DE ROL VAN INSTITUTIONELE BELEGGERERS BIJ HET TEGENGAAN VAN KLIMAATVERANDERING

Het is bijna een vertrouwd beeld bij klimaatdemonstraties die sinds enkele jaren op veel plekken in Nederland worden georganiseerd: jongvolwassenen die hun stem laten horen. Ook uit diverse onderzoeken komt naar voren dat jongeren een relatief sterk klimaatbewustzijn hebben. Hoe komt dat bewustzijn tot uiting bij young professionals die binnen de financiële sector werkzaam zijn?

Door Esther Waal

Klimaatverandering staat sinds het Klimaatakkoord van Parijs hoog op de agenda van Nederlandse institutionele beleggers. De maatschappelijke initiatieven om hen te motiveren de opwarming van de aarde tegen te gaan, zijn talrijk. Ook de wetgever laat zich niet onberoerd, met de EU Taxonomie, de SFDR en de integratie van ESG in MiFID II, UCITS en de AIFMD.

Is dit voldoende, nog lang niet genoeg of meer dan genoeg? Hoe kijken jonge professionals aan tegen deze vraag? Hebben zij het idee dat institutionele beleggers, of wellicht zelfs hun eigen werkgever, genoeg doen bij het tegengaan van de op-

warming van de aarde? Zo ja, wat zien zij als positieve tekenen? Zo nee, wat is er volgens hen nodig?

En welke instrumenten zouden institutionele beleggers moeten inzetten om de effecten van klimaatverandering te dempen? We zien dat veel institutionele beleggers een keuze maken voor uitsluiting dan wel engagement. Waar gaat de voorkeur van jongeren naar uit, en waarom?

We vroegen negen young professionals naar de rol van institutionele beleggers bij het tegengaan van de opwarming van de aarde. Hoe bevelingen zijn zij?



Carola Heijs

Junior Investment Strategist, PGGM

Wat kunnen pensioenfondsen doen om de opwarming van de aarde tegen te gaan?

Als groot kapitaalverschaffer is er voor pensioenfondsen een rol weggelegd om te investeren in de koplopers, om een poging te wagen de middenmoters richting de koplopers te bewegen en om afscheid te nemen van de achterblijvers. Hierbij hoort ook extra aandacht voor investeringen in klimaatoplossingen. De invloedssfeer van pensioenfondsen is echter beperkt. Evenals voor consumenten, overheden en bedrijven geldt een zekere afhankelijkheid van andere marktpartijen. Pensioenfondsen kunnen weliswaar zo hard als ze willen richting een net-zero wereld rennen, maar als overheden geen passend klimaatbeleid voorschrijven, bedrijven geen ambitie tonen en consumenten geen welwillendheid hebben om te veranderen, dan gaat dat niet werken.

In de recent gepubliceerde klimaatactieplannen scherpen vrijwel alle pensioen-

fondsen hun doelen aan om te bewegen richting een klimaatneutrale portefeuille in 2050. Dat steeds meer pensioenfondsen, maar ook verzekeraars en banken, dit doel nastreven, is positief en geeft vertrouwen. Als we met z'n allen dezelfde kant op bewegen, is de kans groter dat we het doel bereiken.

Of het reduceren van de portefeuille-uitstoot en investeren in klimaatoplossingen genoeg is, weet ik niet. Het beperken van de broeikasgassen in de atmosfeer is slechts één van de negen planetaire grenzen. En dan hebben we het nog niet gehad over het verlies van biodiversiteit, de ontregeling van stikstof- en fosforkringloop en de verzuring van de oceanen. Deze factoren spelen een even belangrijke rol in het leefbaar houden van deze planeet. Het is dan ook belangrijk dat zowel pensioenfondsen als overheden en bedrijven ook deze factoren een meer prominente plek geven in hun klimaatbeleid.

'Als we met z'n allen dezelfde kant op bewegen, is de kans groter dat we het doel bereiken.'

Andres Vargas

Senior Manager ESG and Sustainable Investing, ABN AMRO Bank

What can institutional investors do to stop global warming?

'As capital providers to businesses across the globe, investors play an important role in the transition to a net-zero economy.

There are several actions that investors can take to address global warming in investment processes:

1. Active Ownership: engage with investee companies on environmental, social, and governance (ESG) issues and use shareholder voting rights to support resolutions that address climate change.

2. Integrate sustainability due diligence into the investment process: new regulatory requirements and global principles for responsible investing (PRI) are pushing companies and investors to consider ESG issues in their investment activities. Climate risk is investment risk.

3. Report on climate change: disclosure of climate-related information for investing activities increases transparency and ac-

countability. Standardized reporting allows investors to measure and monitor activities that contribute to global warming (for instance carbon emissions).

While global warming and climate change have increasingly become a top priority in the public agenda, investors are stepping up by shifting investment activities to address and mitigate climate risks, alongside engagement efforts. There are positive signs in the market that indicate investors are committed to combat global warming, such as increased investments in clean energy, supporting climate-related policy through reporting, and divestment from fossil fuels. Nonetheless, there is work to be done, particularly in the areas of climate risk and carbon pricing.

History has shown that systemic change is possible and we must persist in the transition to a fair and sustainable economy, for the decisions we make today will determine the world we leave for future generations.'



'History has shown that systemic change is possible.'



Emiel Deuling

Pensioenfondsbestuurder, FNV

Doen pensioenfondsen naar jouw idee voldoende om de opwarming van de aarde tegen te gaan?

'Ik vind dit een urgent thema. Daarnaast is het belangrijk dat pensioenfondsen aandacht geven aan ESG-thema's passend bij hun achterban, zoals arbeidsrechten.

Mijn voorkeur is dat een fonds ambitieuze reductiedoelstellingen vaststelt. Daarnaast zou ik graag zien dat er meer vermogen vrijgemaakt wordt voor klimaatoplossingen (in illiquide assetcategorieën).

Mijn beeld is dat er goede stappen gezet zijn met het neerzetten van doelstellingen en beleid. De volgende stap is de implementatie, waarbij ik vind dat er meer aandacht mag zijn voor echte impact. Dus niet een aandeel van een CO₂-intensief bedrijf inwisselen voor een minder CO₂-intensief bedrijf, maar vermogen vrijmaken voor bijvoorbeeld de energietransitie in Nederland. Dit kunnen investeringen in windmolens

zijn of leningen aan bedrijven in sectoren, die de omslag willen maken naar duurzame(re) energiebronnen.

Als het gaat om de keuze tussen uitsluiting of engagement, kies ik meer voor uitsluiting, omdat ik de lat voor engagement hoog leg: het duurt vaak te lang. Daarnaast kan het vermogen dat vrijkomt, worden aangewend voor impactbeleggingen die bijdragen aan de fondsspecifieke ESG-thema's.

In mijn optiek dient een fonds zich de vraag te stellen hoeveel gewicht het meebrengt in een te overwegen engagementtraject. Er kan al jarenlang engagement zijn uitgevoerd door verschillende grote partijen. Als dit tot dusver heeft geleid tot weinig of geen resultaat, kan je mijns inziens beter gelijk overgaan tot uitsluiting. Uiteraard kan dan weer worden belegd in een bedrijf dat zich met tastbare resultaten heeft verbeterd.'

'Als het gaat om de keuze tussen uitsluiting of engagement, kies ik meer voor uitsluiting.'

Morris de Jong

Pensioenfondsbestuurder, FNV

Veel institutionele beleggers maken een keuze tussen uitsluiting en engagement. Waar gaat jouw voorkeur naar uit?

'Uitsluiting moet echt een laatste instrument zijn. In mijn optiek zijn er, naast wettelijke verboden, twee redenen voor een pensioenfonds om beleggingen uit te sluiten. Dat is als het pensioenfonds niet geassocieerd wil worden met een bepaalde belegging, of als een bepaalde belegging niet binnen de investment beliefs past.

Uitsluiten om de CO₂ uitstoot te verminderen, zie ik niet als een effectief middel. Het vermindert weliswaar de CO₂-intensiteit in de portefeuille, een papieren winst op CO₂, maar de betreffende onderneming stoot er niet minder om uit. Daarnaast is er altijd een andere belegger, al dan niet met een minder sterk geweten, die de belegging wél wil. Beter kun je de dialoog aangaan met de onderneming en je stemrecht uitoefenen, individueel of gezamenlijk. Samen sta je sterk en heb je er tenminste grip op. Met uitsluiting ben je de grip kwijt.

Een groot pensioenfonds met stevig wat aandelen Shell op de balans kan in z'n eentje wel de dialoog met de onderneming aangaan. Maar lang niet elk pensioenfonds heeft voldoende aandelen om die invloed uit te oefenen. Daarom zien we steeds vaker gezamenlijke initiatieven, waar overigens nog te weinig gebruik van wordt gemaakt.

Mondiale CO₂-verlaging is een mooi doel, maar wordt niet bereikt met uitsluiting van de vervuilende ondernemingen. Het geeft pensioenfondsen geen enkele basis en incentive meer om de dialoog met een onderneming nog aan te gaan. Primair is dat natuurlijk ook niet de rol van een pensioenfonds, maar die van de wetgever. Niettemin heeft een pensioenfonds wel een verantwoordelijkheid in het mede zorgen voor een leefbare toekomst. Als (groot)aandeelhouder kan een pensioenfonds daar veel in betekenen. Dat gaat echter alleen door voting & engagement.'



'Samen sta je sterk en heb je er tenminste grip op. Met uitsluiting ben je de grip kwijt.'



Cheozung Ngyamtso

Analyst, DoubleDividend Management

‘Economic growth and global warming are mutually reinforcing.’

What can (institutional) investors do to stop global warming?

‘In today’s ongoing climate blame game, it is imperative that investors and climate activists agree that economic growth and global warming are mutually reinforcing. To limit global temperature rise below 1.5 degrees Celsius, institutional investors can play crucial roles to finance transition to a low carbon economy, help companies leverage new technologies to solve climate and environmental challenges, and support business to renew ecosystem and biodiversity.’

Economic growth needs to be pursued to sustain the growing population, yet the benefit of sustainable investment is still a dilemma for some. Investors have been so focussed on the short term profit that they often fail to see the long-term risk adjusted returns.

Thanks to the awareness and scientific evidence on risk related to climate change, there is now progress, or rather an interest,

among investors and regulators regarding the ESG performance of the companies in which they invest. Investors are now incorporating science-based targets, net zero emission goals, carbon neutral ambitions et cetera in their investment decision process, albeit with carbon offsetting hiccups.

Investors need to strive for long-term benefit of sustainable investment. This includes investment in a sustainable production process (for example an increase of renewable energy consumption, a reduction of emissions and negative externalities on the ecosystem) and in products that enable transition to a sustainable society. Ultimately the whole product portfolio must be transformed to be more sustainable as some businesses would become obsolete.

The goal of Institutional investors should go beyond just beating a benchmark. This is because institutional investors have the responsibility as well as the potential to combat our most existential threat. With joint force, we can reverse the trend.’

Menno Altena

Account CIO, Aegon Asset Management

Veel institutionele beleggers maken een keuze tussen uitsluiting en engagement. Waar gaat jouw voorkeur naar uit?

‘Bij de afweging tussen engagement en uitsluiten, is het belangrijkste dat beleggers bij beide instrumenten goed stilstaan wat het doel is en hoe daar te geraken.’

Uitsluiten kan op korte termijn zorgen voor een verbetering van het ESG-profiel van een portefeuille. Maar om in de reële economie verandering teweeg te brengen, kan engagement een effectiever instrument zijn.

Aandeel- en obligatiehouders zouden grote vervuilers aan moeten zetten tot het vaststellen van een duidelijk pad om de doelstellingen uit het Parijs-akkoord te behalen. Als je als belegger nog vertrouwen hebt in een bedrijf dat nu niet voldoende scoort naar jouw ESG-maatstaven, heb je als aandeelhouder daadwerkelijk de mogelijkheid

om invloed uit te oefenen middels engagement. Een belangrijke voorwaarde hierbij is wel dat bedrijven bereid moeten zijn concrete afspraken te maken over hoe en op welke termijn zij zich gaan aanpassen. Grote beleggers dienen ook hun verantwoordelijkheid te nemen in de klimaattransitie. Met het te snel uitsluiten van bedrijven kan een kans gemist worden om bij te dragen aan de klimaattransitie.

Indien bedrijven niet (willen) voldoen aan de eisen op het gebied van duurzaamheid die een belegger stelt, of wanneer ze onvoldoende voortgang laten zien, is uitsluiten een instrument. Het vrijgekomen geld uit de verkoop van uitgesloten bedrijven kan vervolgens ook specifiek ingezet worden in impactbeleggingen. Door specifiek te investeren in bedrijven die zich bijvoorbeeld richten op technologische oplossingen om ons energieverbruik te verminderen, kan een belegger echt waarde toevoegen.’



‘Met het te snel uitsluiten van bedrijven kan een kans gemist worden.’



Nikki Trip

Specialist Duurzaamheid, AF Advisors

‘Er bestaat geen geloofwaardig engagement zonder het dreigement van divestment.’

Veel institutionele beleggers maken een keuze tussen uitsluiting en engagement. Waar gaat jouw voorkeur naar uit?

‘Investerings brengen altijd consequenties teweeg, positief of negatief. Het is belangrijk hier eigenaarschap over te nemen en de impact te sturen. Dit kan door kapitaal terug te trekken, door uit te sluiten, of door actief aandeelhouderschap uit te oefenen middels stemmen en ‘in gesprek blijven’. Over welke methode beter werkt en wat meer impact maakt, is geen sluitend (wetenschappelijk) bewijs. Naar mijn mening is het daarom belangrijk om voor een combinatie van beide te kiezen en dient een ESG-strategie aan verschillende voorwaarden te voldoen om geloofwaardig en effectief te zijn.

Allereerst, als een belegger geen capaciteit wil of kan besteden aan actief aandeelhouderschap ten aanzien van niet-duurzame investeringen of sectoren, kan het geld beter geïnvesteerd worden in bedrijven die

al duurzaam zijn, ter verdere stimulatie. Ten tweede zou het evident moeten zijn dat een engagement-escalatieladder eindigt met uitsluiting. Er bestaat dus geen geloofwaardig engagement zonder het dreigement van divestment. Daarnaast vereist geloofwaardig engagement een strakke tijdlijn, monitoring en het volgen van de consequenties. Omdat dit een arbeidsintensief proces is, is het voor impactmaximalisatie aan te raden dit voor een kleine portfolio van bedrijven te doen, waar verandering mogelijk is.

De discussie over de meeste duurzaamheidsimpact is iets anders dan een discussie over het rendement. Zo zijn de rendementen op CO₂-intensieve investeringen uit het verleden geen garantie (meer) voor de rendementen in de toekomst, met meer kans op stranded assets van bedrijven die te ver achterblijven. Ook is het idee dat er rendement ingeleverd wordt op duurzame investeringen achterhaald, vooral wanneer het een lange horizon betreft.’

Olivier Thieme Groen

Fiduciair Manager, Van Lanschot Kempen

Wat kunnen institutionele beleggers doen om de opwarming van de aarde tegen te gaan?

‘Om op verregaande wijze de opwarming van de aarde tegen te gaan, dienen institutionele beleggers verder te kijken dan de standaardbeleggingen. Bijvoorbeeld naar alternatieve impactbeleggingen gericht op duurzame landbouw of infrastructuur.

Als institutionele belegger heb je een set instrumenten die gebruikt kan worden om invloed uit te oefenen op het klimaatprobleem, zoals uitsluiten, screening, stemmen, een CO₂-reductiedoelstelling en engagement. Een stap verder is het gericht investeren in impactbeleggingen die bijvoorbeeld een aanzienlijke, daadwerkelijke bijdrage leveren aan de energietransitie.

Institutionele beleggers hebben veelal de omvang en de expertise om zich dergelijke vaak illiquide en complexe investeringen te kunnen permitteren. We zien dat de belangstelling voor zulke duurzame impact-

beleggingen toeneemt, maar dat nog niet iedereen overtuigd is. Dit heeft mijns inziens te maken met een verouderde opvatting dat duurzaam beleggen ten koste zou gaan van rendement en dat er nog te veel wordt geleund op traditionele ESG-methodes. Ik denk dat hier anders naar gekeken moet worden.

Los van het feit dat vele publicaties aantonen dat duurzaam beleggen juist kan resulteren in een hoger rendement, denk ik dat het verschil gemaakt kan worden door meer te beleggen in bedrijven en projecten die risico durven te lopen in het aanpakken van de energietransitie. Momenteel wordt er nog vooral geïnvesteerd in bedrijven die de impact op het klimaat beperken, maar nog onvoldoende in bedrijven die echt grote stappen willen zetten. Wel hoort hier vaak een langetermijnvisie, subsidie en ook ketenintegratie bij. Dit maakt het besluitvormingsproces voor institutionele beleggers weer wat complexer, maar wat mij betreft niet onmogelijk.’



‘Er wordt nog onvoldoende geïnvesteerd in bedrijven die echt grote stappen willen zetten.’



Anja van Gulp

Analist Impactfondsen, ASN Impact Investors

Veel institutionele beleggers maken een keuze tussen uitsluiting en engagement. Waar gaat jouw voorkeur naar uit?

‘Het liefst combineer ik het beste van beide werelden. Beleggen voor een duurzamere wereld begint allereerst met een kritische selectie van de portefeuille, waarbij wordt gekeken naar de kernactiviteiten van een bedrijf. Er zijn activiteiten die simpelweg niet duurzaam kunnen plaatsvinden. Engagement heeft geen zin als de kernactiviteiten van een bedrijf engagement al bij voorbaat kansloos of onmogelijk maken. Kan je bijvoorbeeld van olie- en gasbedrijven verwachten dat zij hun kernactiviteiten drastisch gaan omgooien? Dat is mijns inziens wel nodig om de opwarming van de aarde tegen te gaan. In sommigen gevallen is het daarom beter om bedrijven uit te sluiten.

Vervolgens kan engagement een krachtig instrument zijn om invloed uit te oefenen

op de bedrijven die wél tot de portefeuille zijn toegelaten. Als aandeelhouder kan je invloed uitoefenen op de bedrijven, door de verbinding met hen te zoeken en de dialoog aan te gaan. Dankzij de omvang van hun vermogen kunnen institutionele partijen invloed uitoefenen en sturing geven, ook op de klimaatgerelateerde thema's, waaronder vermindering van de CO₂-uitstoot.

Kortom, mijn voorkeur gaat niet uit naar het een óf het ander. De kracht zit juist in de combinatie van kritische selectie en engagement. Institutionele beleggers kunnen helpen de goede veranderingen na te jagen voor het tegengaan van de opwarming van de aarde, door hun beleid en vervolgens de keuzes die zij maken in hun beleggingsportefeuille. Met het vermogen dat zij onder beheer hebben, kunnen ze écht een verschil maken, zowel met hun selectie, uitsluiting als engagement.’

‘Het liefst combineer ik het beste van beide werelden.’

CONCLUSIE

Het klimaatbewustzijn spreekt duidelijk uit de antwoorden van de door ons onderzochte young professionals. En bevolgen zijn ze ook. Wat echter opvalt, is een flinke dosis realiteitszin. ‘De invloedssfeer van pensioenfondsen is beperkt’, zegt een van de jonge professionals. ‘Er zijn activiteiten die simpelweg niet duurzaam kunnen plaatsvinden’, aldus een ander.

Vrijwel alle jonge specialisten zien een belangrijke rol weggelegd voor de financiële sector in de strijd tegen de opwarming van de aarde. Institutionele beleggers hebben hiervoor verschillende instrumenten beschikbaar, zoals engagement, uitsluiten en stemmen. De jonge professionals laten veel van de instrumenten de revue passeren, maar zien geen heilige graal. ‘Over welke methode beter werkt en wat meer impact maakt, is geen sluitend (wetenschappelijk) bewijs’, concludeert een van de bevroegde experts.

Als ze dan toch een keuze moeten maken tussen uitsluiten of engagen, dan zijn de meningen verdeeld. De een meent dat met het te snel uitsluiten van bedrijven een kans kan worden gemist om bij te dragen aan de klimaattransitie. Voor de ander duurt engagement te lang. Voor sommigen zit de kracht juist in de combinatie van beide.

Opvallend is dat regelmatig enig ongeduld uit de antwoorden naar voren komt. Er mag meer aandacht zijn voor echte impact, zo valt te horen. En er is verbazing over het feit dat binnen de financiële sector nog de opvatting bestaat dat duurzaam beleggen ten koste gaat van rendement. De een noemt die opvatting verouderd, een ander achterhaald.

Tot slot mag als hoopgevend worden genoemd dat jonge professionals nog volop kansen zien. ‘History has shown that systemic change is possible’. Laten we ons daaraan vasthouden.

Een kleine geschiedenis van de gelijkheid

Door Hans Amesz

In de afgelopen twintig jaar heeft de Franse econoom Thomas Piketty drie boeken geschreven over de geschiedenis van de ongelijkheid, allemaal van monumentale omvang: 'Les Hauts Revenus en France au XXe siècle' (2001, niet in het Nederlands vertaald), 'Kapitaal in de 21ste eeuw' (2014) en 'Kapitaal en ideologie' (2019). Omdat Piketty het eens was met een lezer die hem voorhield dat hij misschien een korter boek zou kunnen schrijven - om ook vrienden en familieleden te motiveren een boek van hem te lezen - is nu het ruim driehonderd bladzijden tellende 'Een kleine geschiedenis van de gelijkheid' verschenen.

Het nieuwe werk is een soort resumé van zijn eerdere werk, maar hij zegt ook een nieuw perspectief te bieden. Optimisme overheerst. Hoe onrechtvaardig de wereld aan het begin van dit decennium ook mag lijken, vergeleken met 1950 of met 1900 is er hoe dan ook sprake van meer gelijkheid, schrijft Piketty, en deze mars is nog niet ten einde.

De auteur noemt economische vraagstukken te belangrijk om over te laten aan een

kleine groep specialisten en beleidsmakers. Het gaat hem om een verandering van machtsverhoudingen. Zonder actieve burgers kunnen die niet worden verschoven. Het staat immers vast dat de succeszen op de weg naar meer gelijkheid vooral het gevolg zijn van sociale strijd.

Het programma van Piketty voorziet onder meer in een uitbouw van de welvaartsstaat met een basisinkomen voor iedereen, een basiserfenis, een baangarantie, onderwijs-gelijkheid, vrije media, eerlijke verkiezingen, een progressieve belasting op inkomen en een mondiale belasting op vermogen. Voor het heden is de belangrijkste opgave om elke nieuwe aanval van de elites op een vergaande progressieve belastingheffing af te slaan. Daarom moeten er internationale instituties worden geschapen die kapitaalvluchten naar belastingparadijzen verhinderen. Dat het daarbij om een welhaast utopisch idee gaat, weet Piketty zelf ook wel. We zijn vandaag de dag helaas verder dan ooit verwijderd van een politieke en economische samenwerking in internationaal verband.



Thomas Piketty
Een kleine geschiedenis van de gelijkheid
De Geus
ISBN: 9789044546576

Vermogen

Door Hans Amesz

'Vermogen' gaat over geld, macht en manipulatie en speelt zich af in het New York van de roaring twenties. Voor de goede orde: 'Vermogen' is een roman, geschreven door de Zweeds-Argentijnse Hernan Diaz. Dat het fascinerende verhaal een verzinsel is van Diaz, vergeet je soms maar al te makkelijk.

Diaz beschrijft volstrekt geloofwaardig hoe Andrew Bevel aan zijn immense rijkdom is gekomen. In de jaren twintig was hij, geobseedeerd door de aandelentikker op zijn bureau, de beurs van Wall Street altijd een stap vooruit. Vooruitlopend op de grote beurskrach van 1929 ging hij op grote schaal short, waardoor hij ervan beschuldigd werd in feite de veroorzaker van diezelfde krach te zijn.

Diaz heeft zijn boek gecomponeerd als een bundeling van vier manuscripten. Hij begint met het sleuteldeel 'Effecten', geschreven

door een zekere Harold Vanner. Het tweede deel is het manuscript van de autobiografie van Bevel, waarin hij zich distantieert van het door Vanner over hem geschreven verhaal en recht wil zetten dat hij niets met de beurscrash te maken had. Het derde deel is de geschiedenis van de ghostwriter van Bevels autobiografie en het vierde deel gaat over de dagboeken van Bevels overleden vrouw Mildred.

Deze viertrapsconstructie, met een fictieve bestseller, een hagiografie, memoires en een dagboek klinkt wat geforceerd, maar pakt in de praktijk briljant uit, zoals ook een recensent eerder opmerkte. Telkens opnieuw word je verleid in een andere versie van de feiten te geloven en elke keer kom je bedrogen uit. Diaz toont hoe makkelijk fictie zich voor waar laat aannemen en hoe fictie de werkelijkheid infiltreert en naar haar hand zet.



Hernan Diaz
Vermogen
Atlas Contact
ISBN: 9789025471064

A Monetary and Fiscal History of the United States

Door Joost van Mierlo

Dit boek is een gedegen studie naar de geschiedenis van de Amerikaanse overheidsfinanciën. Er wordt gekeken naar zowel de directe overheidsschuld als de rol die de Federal Reserve, de centrale bank, in de afgelopen decennia heeft gespeeld.

Waar het overheidstekort een speelbal blijkt van de wisseling van de politieke wacht, wordt het beleid van de centrale bank gedomineerd door de laatste wetenschappelijke inzichten. Er is geen enkele reden om aan te nemen dat dit zal veranderen, aldus Blinder.

Het meest interessant is de analyse van het beleid van voormalig Fed-voorzitter Paul Volcker. Die zorgde begin jaren tachtig voor een scherpe recessie in de Verenigde Staten met een agressief beleid om de indertijd torenhoge inflatie terug te dringen. Dat zou volgens velen nu weer noodzakelijk zijn.

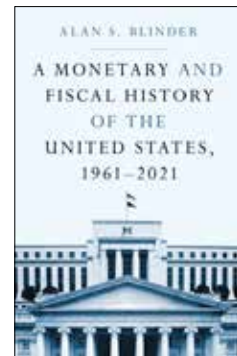
Maar de verschillen zijn aanzienlijk, zo maakt Blinder duidelijk. De huidige inflatie is én minder hoog, én een veel recenter verschijnsel dan in 1980, toen de inflatie al sinds medio 1973 meer dan 5% bedroeg. Bovendien zijn de inflatieverwachtingen op

dit moment veel lager dan destijds het geval was. Volgens Blinder komen ze nu voor de middellange termijn niet veel hoger uit dan de door de Fed gehanteerde doelstelling van 2%.

Het derde grote verschil is dat de huidige arbeidsmarkt historisch gezien enorm krap is. Zelfs na ruim een jaar relatief hoge inflatie is de werkloosheid nog altijd laag.

Dit alles betekent dat de huidige Fed-directie veel meer ruimte heeft om de inflatie zonder paardenmiddelen terug te dringen. Volcker - Blinder is duidelijk een fan - had die luxe in 1980 niet. Het is dan ook volkomen begrijpelijk dat de huidige Fed-voorzitter Jonathan Powell vooralsnog kiest voor een geleidelijke verhoging van de rente. Blinder gaat niet in op het beleid van bijvoorbeeld de ECB, die veel trager is met het doorvoeren van renteverhogingen.

De belangrijkste conclusie is echter dat er niet getornd kan worden aan de onafhankelijkheid van centrale banken. Daar werd vooral in de Verenigde Staten de afgelopen jaren mee geflirt. Het nuchtere verstand van de centrale bankier blijft noodzakelijk om de grillen van politici te weerstaan.



Alan Blinder
A Monetary and Fiscal History of the United States
Princeton
ISBN: 9780691238388

Dead in the Water

Door Joost van Mierlo

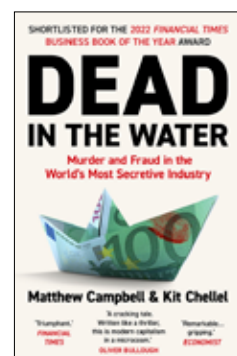
Een brandende olietanker in het Suezkanaal medio 2011, de Brillante Virtuoso, vormde de aanleiding voor dit boek. Ogenscheinlijk ging die brand om een uit de hand gelopen terroristische actie van Somalische piraten die wel vaker schepen aanvielen in de regio. Maar het verhaal reikte verder. Een van de onderzoekers naar de oorzaak van de brand werd vermoord. Een politieonderzoek zorgde ervoor dat er twijfel werd gezaaid over de claim van tientallen miljoenen die de eigenaar van het schip, een Griekse scheepsmagnaat, indiende bij de Londense verzekeringsmaatschappij Lloyds.

Campbell en Chellel, twee journalisten van Bloomberg Businessweek, hebben een boek geschreven dat deels een thriller is, maar vooral een inkijk geeft in de wondere wereld van scheepsfinanciering en de gi-

gantische geldstromen die daarmee gepaard gaan.

Het kwam uiteindelijk tot een rechtszaak, waarin de Griekse scheepsmagnaat Marios Iliopoulos aangewezen werd als degene die zijn eigen schip in brand had gestoken, met als doel een claim van 77 miljoen dollar in te dienen bij de verzekeraar.

Maar het boek maakt ook duidelijk dat Lloyds, de in Londen gevestigde gespecialiseerde verzekeraar van schepen en hun ladingen, geen enkele trek heeft om de waarheid boven tafel te krijgen. Er werd een schikking getroffen waarbij tientallen miljoenen dollars zijn uitgekeerd aan Iliopoulos en zijn financiers. Tot verbijstering van Campbell en Chellel blijven deze partijen gewoon actief rond zeetransporten.



Matthew Campbell & Kit Chellel
Dead in the Water
Atlantic Books
ISBN: 9781838952525

De publieke digitale euro: winst voor de ECB, banken op verlies

De ECB onderzoekt de mogelijkheden tot het invoeren van een publieke digitale euro. De invoering daarvan is echter niet zonder risico's voor het huidige financiële bestel.

Op 2 oktober 2020 publiceerde de ECB een rapport over de eventuele introductie van een door haar uit te geven publieke digitale euro. In oktober 2021 startte de ECB een onderzoek naar de mogelijke modaliteiten van een dergelijke munt. Dit onderzoek is thans in volle gang en moet in oktober 2023 zijn afgerond. Vervolgens zal worden bepaald of het project wordt voortgezet in de vorm van een pilot. Het is uiteraard aan de politiek om over de invoering van een publieke digitale euro te beslissen. Op 7 november 2022 heeft de Europese Commissie echter aangegeven dat zij in het tweede kwartaal van 2023 – dus nog vóór de afronding van het door de ECB geïnitieerde onderzoek – met een conceptvoorstel voor een verordening voor een publieke digitale euro zal komen. Het getuigt dan ook van realisme om aan te nemen dat deze nieuwe munt er sowieso komt. De vraag is alleen in welke vorm en wanneer.

Bij een publieke digitale euro gaat het om een digitale munt die een vordering op de ECB representeert. Dat kan zijn in de vorm van een tegoed op een rekening of van een geldswaarde op een duurzame drager. De publieke digitale euro moet worden onderscheiden van door private partijen uitgegeven cryptovaluta. Dergelijke cryptovaluta representeren meestal geen vordering op de uitgever en kwalificeren reeds daarom niet als (elektronisch) geld in juridische zin. Als zij wel een vordering op de uitgever representeren, zoals mogelijk zou

gelden voor de Diem, de door Facebook gepropageerde cryptovaluta, betreft het hier steeds een vordering op een private marktpartij. Dat geldt ook voor E-money tokens in de zin van de Markets in Crypto-Assets Regulation, de MiCAR. Bij de publieke digitale euro gaat het altijd om een vordering op de ECB en daarmee om digitaal centralebankgeld (Digital Central Bank Currency, DCBC). De houder loopt dan ook niet het risico om met een faillissement van de uitgever te worden geconfronteerd.

De ECB hoopt met de publieke digitale euro een veilig alternatief voor het commerciële digitale geld te creëren en bij te dragen aan de stabiliteit van het financiële systeem. De vraag is echter of de ECB met de nieuwe munt niet juist de concurrentie met het private digitale geld aangaat en daardoor afbreuk doet aan de stabiliteit van het financiële systeem. Als het publiek daarin wordt vrijgelaten, bestaat het risico dat het massaal zijn tegoeden in commercieel bankgeld zal omzetten in digitaal centralebankgeld. Dat kan enorme consequenties hebben voor de banken en hun verdienmodellen en daarmee ook voor hun levensvatbaarheid. Verder zal het publiek in ieder geval tot omzetting overgaan als een bank in problemen verkeert. Het risico op een bankrun wordt daardoor vergroot. De ECB hoopt deze risico's te reduceren door tegoeden in digitale euro's slechts toe te staan tot een bepaald maximum, maar het effect en de houdbaarheid van een dergelijke maatregel moeten niet worden overschat. Verder wil de ECB de distributie van en betalingen met de publieke digitale euro via de commerciële banken laten verlopen. De banken krijgen daarmee wel een rol, maar mogen ook de claims opvangen. ■



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

Leonique van Houwelingen

Van BNY Mellon naar Aon



1994
Civiel Recht,
Rijksuniversiteit Leiden

1970
Kesteren

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

Heel goed, het was een warm welkom in een heel menselijke en dynamische club. Ik heb tijdens mijn wittebroodsweken veel nieuwe mensen ontmoet. Dat geeft energie en ik vind het verfrissend en interessant om in een andere tak van sport te werken.

U begon uw professionele carrière bij ABN AMRO Bank. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren (in het kort) uw ervaringen?

ABN AMRO was een heel mooie leerschool. Ik heb daar ruime ervaring opgedaan op de juridische afdeling en in de business. Er was flink wat ruimte voor opleiding en afwisseling en ik heb er diverse aspecten van de bank van dichtbij gezien. ABN AMRO was

bovendien voorloper op het gebied van diversiteit. Carrière mogelijkheden voor vrouwen stond hoog op de agenda, wat redelijk uniek was in die tijd.

Daarnaast heeft u ook in diverse functies gewerkt bij BNY Mellon. Kunt u kort aangeven welke kennis u op deze posities heeft opgedaan?

Ik heb daar vooral leidinggevende functies bekleed. Als CEO van de Europese Bank van de BNY Mellon Group heb ik me voornamelijk gericht op het uitbouwen van de commerciële activiteiten. Behalve kennis van de producten, technologie en innovatie heb ik veel internationale, bestuurlijke ervaring opgedaan.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Aon?

Eigenlijk heel simpel: ik ben benaderd door een headhunter met de vraag of ik wilde solliciteren. Na een introductie met een aantal seniors van Aon in mei 2021 was er meteen een goede klik. Dit leidde al gauw tot een vervolg.

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan, gebruiken als CEO van Aon?

Ik heb tijdens mijn loopbaan ruime ervaring opgedaan met transities, transformaties en cultuurverandering. Die zijn ook nodig bij Aon, omdat we een pittige agen-

da hebben, met de focus op groei, persoonlijke ontwikkeling en efficiency. Wat dat betreft kan ik zeker leunen op mijn ervaring en expertise, zowel aan de kant van governance en transformatie, als aan de commerciële kant.

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

Ja, dat is juist de reden waarom ik voor deze job heb gekozen. Als ik alleen de sleutel zou moeten vasthouden, was ik niet geïnteresseerd geweest. Er liggen veel mooie taken in het verschiep, maar ik houd van die uitdaging. Daar voel ik me heel senang bij.

Wat verwacht u als CEO van Aon te bereiken?

Ik wil Aon's business en expertise in de markt waarborgen. Daarvoor moeten we onze klanten goed adviseren op het gebied van risicomanagement-, pensioen- en gezondheidsoplossingen. Daarnaast wil ik dat Aon een 'employer of choice' wordt, waar diversiteit en inclusie in de cultuur zitten en waar talent de kans krijgt om een mooie carrière op te bouwen. Met andere woorden: een goede werkgever waar mensen graag voor werken.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Ik ben nog lang niet klaar en leg de lat hoog. Ik zie deze nieuwe uitdaging bij Aon als een mooie stap om verder te groeien. Er is bij Aon veel ruimte om te ondernemen en dat past bij mijn persoonlijke ambities. Daarnaast wil ik mijn opgedane kennis en ervaring als vrouwelijke leider graag doorgeven. Ik ben de eerste vrouwelijke CEO van Aon Nederland en wil een rolmodel zijn voor anderen. ■

Dick Boer en Dirk Saltzherr

zijn benoemd tot Co-Heads van Van Lanschot Kempen Investment Banking.

Remko van der Erf

is aangetreden als Managing Director in het Benelux Client Coverage Team van ICG.

Caroline Muste-Merks

is benoemd tot CIO van Blue Sky Group.

Jan de Koning

is aangesteld als Head of Quant Client Portfolio Management bij Robeco.

Erik Hulshof en José Claus

treden toe tot het bestuur van PNO Media.

Merel Brandwijk

is begonnen als Senior Fiduciary Management Officer bij Aegon AM.

Marcel van Dongen

is aangesteld als Directeur Beleggingsadvies en Professional Desk bij Van Lanschot Kempen.

Bruno de Haas

is gestart als Senior Investment Manager bij Pensioenfonds Hoogovens.

Ruben Laros

is aangesteld als Strategic Policy Advisor bij APG.

Imke Hollander

is toegetreten tot het Dagelijks Bestuur van Pensioenfonds Recreatie.

Olaf Brugman

is benoemd tot Head of Sustainability Expertise bij Rabobank.

Rob van Mazijk

is toegetreten als Partner bij Sprenkels.

Jeroen Hilbrands en Emilie Schols

zijn benoemd tot resp. Voorzitter en Lid van de RvT bij Pensioenfonds Zuivel.

Martin van der Pot

is gestart als Senior Adviseur Beleggingen bij Pensioenfonds ABP.

Jop Versteegt

gaat aan de slag als Directeur Pensioenbureau van Centraal Beheer Algemeen Pensioenfonds.

Michiel Hagedoorn

is benoemd tot Senior Portfoliomanager Alternative Alpha bij APG AM.

René den Hertog

gaat aan de slag als Senior Consultant bij Sprenkels.

Roland Bezemer

is aangesteld als Senior Controller Treasury & Asset Management bij Menzis.

Julia Adam

is benoemd tot Senior Strategisch Beleidsadviseur bij APG.

Stefan den Doelder

is als Managing Director toegetreten tot North Sky Capital.

Kees Bakker

is als Lid Risk & Expertise toegetreten tot het MT van PFZW.

José Meijer

is toegetreten tot het bestuur van Pensioenfonds Kappers.

Robbert van Schaik

gaat aan de slag als Bestuurssecretaris bij PME Pensioenfonds.

Orpa Bisschop

is benoemd tot Uitvoerend Bestuurder bij PNO Media.

**Nicolé de Loor**

is aangesteld als Analyst Infrastructure bij PGGM Investments.

Rutger Muurling

is aangesteld als Head of Balance Sheet Management, Performance Management & Control bij a.s.r.

Bouko de Groot

is begonnen als Senior Editor Print & Online bij Financial Investigator.

Narina Mnatsakanian

is benoemd tot Head of Impact Investing bij UBS AM.

Martijn Storsbergen

wordt het nieuwe Hoofd Private Banking bij InsingerGilissen.

Lenneke Rademaker

is gestart als Manager Pensioen & Communicatie bij Stap Algemeen Pensioenfonds.

Martijn de Vree

is begonnen als Head of Fixed Income Solutions bij Allspring Global Investments.

Peter Branner

is benoemd tot CIO bij abrdrn.

Barbara Kos

is begonnen als Senior Sales Manager bij Cardano.

Remco Oosterveld

gaat aan de slag als Business Manager a.i. bij APG AM.

Ansfried Snijders

gaat aan de slag als Bestuursvoorzitter bij Pensioenfonds Recreatie.

Adam Kybird

is benoemd tot Fondsmanger van het Food Transition Europe Fund van Triodos IM.

Vijay Chedi

is begonnen als Executive Director Client Advisor Responsible Investing bij Goldman Sachs.

Frans de Wit

is benoemd tot Head of Trading bij PGGM Investments.

Koen Bekker

is benoemd tot Manager Marketing & Sales Institutioneel Beleggen bij Achmea IM.

Nicole Melis

is aangesteld als Senior Sales Benelux bij Invesco.

Edwin Mars

is gestart als Head of Cash Sales Benelux bij State Street Global Advisors.

Toine van der Stee

is de nieuwe voorzitter van BPL Pensioen.

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



Seminar 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel'

Datum: 20 maart 2023 – 12.00-17.00 uur

Locatie: Planetarium Meeting Center, Amsterdam

Wat betekent het nieuwe pensioenstelsel voor het huidige beleggingsbeleid? Sorteert u wel of niet voor met de rente-afdekking? Hoe bepaalt u het niveau van de illiquide beleggingen?

Hoe richt u een lifecycle in voor uw deelnemers? Hoe vertaalt u de opgevraagde risicohouding naar daadwerkelijk beleggingsbeleid? Hoe vaak en hoe moet u herbalanceren?

Deze en andere relevante vragen staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst over 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel' op **maandagmiddag 20 maart 2023 van 12.00 tot 17.00 uur** in Amsterdam, onder leiding van **Randy Caenen**, Executive Board Member en CFRO bij Nedlloyd Pensioenfondsen.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Gosse Alserda**, Investment Strategist, Aegon Asset Management
- **Martijn Euverman**, Partner, Sprenkels
- **Raymond de Kuiper**, Client Solutions Manager Netherlands, BNP Paribas Asset Management
- **Loranne van Lieshout**, Senior Investment and Risk Consultant, Ortec Finance
- **Jessica Matelski**, Bestuurder, Lid Raad van Toezicht, diverse pensioenfondsen
- **Jitzes Noorman**, Delegated CIO, Fiduciaire team, Columbia Threadneedle Investments
- **Hedwig Peters**, Bestuurder, Lid Raad van Toezicht, diverse pensioenfondsen
- **Jeroen van der Put**, Bestuurder, Adviseur, diverse pensioenfondsen
- **Martin Sanders**, Head of Pension Investments, AXA Investment Managers
- **Edwin Schokker**, Uitvoerend Bestuurslid Pensioenen en Risicobeheer, SBZ Pensioen

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders, medewerkers van bestuursbureaus en andere (buyside) professionals die betrokken zijn bij het beleggingsbeleid van pensioenfondsen of verzekeraars.

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl/seminar-20-03-2023



In samenwerking met:



De duurzame belegger voor een wereld in verandering





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

