

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

WERELDWIJDE GRONDWET NODIG OM KLIMAAT TE BESCHERMEN

Prof. Dr. Joyeeta Gupta,
Universiteit van Amsterdam

OP DE BRES VOOR EEN HUMANE ECONOMIE

Arjo Klamer, Emeritus Hoogleraar
Culturele Economie

WERELDWIJDE KNOWHOW, REGIONALE RESOURCES

Ted Truscott, Columbia
Threadneedle Investments



RONDE TAFEL
Private Debt Markets



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

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

Randy Caenen
 Michiel Cleij
 Evalinde Eelens
 Jack Julicher
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco
 Marthe Tuinstra

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Jason Bauer, Jonathan Dean, Han Dieperink, Jocelyn Dioux, Mahsun Dogan, Evalinde Eelens, Remko van der Erf, Thomas Friedberger, Floris van Gelder, Adam Gibbon, Daniel Graña, Wilse Graveland, Joyeeta Gupta, Rogier van Harten, Evelien van Hilten, Stuart Hitchcock, Nina Hodzic, Jonathan Hunt, Thijs Jochems, Marieke van Kamp, Arjo Klamer, George Konings, Andy Langenkamp, Marcel Linotte, Diane Mak, Paul Massaro, Murtaza Merchant, Nadia Nikolova, Vincent Nobel, Judith Norbart, Alwin Oerlemans, Conor Olvany, Zeus Paraguas, Wouter Peters, Pim Rank, Rodney Rayburn, Marc Rovers, Roahan Roy, Hans de Ruiter, Han Rijken, Roelof Salomons, Torben Skødeberg, Ruud Smets, Alexandra Tixier, Kiemthin Tjong Tjin Joe, Ted Truscott, Kees Vendrik, Matthieu Vos en Amba Zeggen

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Grootste obligatie-bearmarkt uit de geschiedenis

Ook dit jaar bleek de herfst weer een lastige periode te zijn voor de beurs. Aandelen lieten vooral over de maanden september en oktober minnen optekenen, al hielden de goede prestaties van onder andere de Magnificent Seven de beurs nog redelijk overeind. Obligaties hadden het zwaarder, en wel door de verder opgelopen rente. De Amerikaanse lange rente tikte zelfs de 5% aan, waarmee de rente in ruim tweeënhalve jaar tijd feitelijk met 500 basispunten is gestegen. Daarmee zijn langlopende obligaties, na de piek in augustus 2020, in de grootste obligatie-bearmarkt uit de geschiedenis terechtgekomen.



Dat de rente ondanks teruglopende inflatie verder kon oplopen, lag onder andere aan de zorgen over de grote overheidstekorten en de nog altijd zeer krappe arbeidsmarkten, die erop duiden dat het met de economische groei, vooral in de VS, nog wel meevalt. Europa lijkt er economisch gezien minder goed voor te staan dan de VS. De economie stagneert daar meer en de inflatie daalt er minder snel. Europa heeft ook meer last van de gestegen energieprijzen. Verder is de Europese economie minder flexibel dan de Amerikaanse.

Wat doet de gestegen rente en de relatief hoge inflatie met de private debt markt? Is private debt schokbestendig? Over die vragen bogen zes experts zich tijdens de Ronde Tafel in deze editie.

Het thema van deze editie is Fixed Income & Private Markets. Naast een panel-discussie over beleggen in Private Markets voor verzekeraars, kijken we naar waar de kansen liggen, wat er beter kan, en uiteraard hoe duurzaamheid geïmplementeerd kan worden.

Daarnaast komen ideeën voor grote en belangrijke veranderingen aan de orde, van de vele nieuwe mogelijkheden die technologie ons biedt, een humane economie – volgens Emeritus Hoogleraar Culturele Economie Arjo Klamer – en het opschalen voor het klimaat – volgens Kees Vendrik, voorzitter van het Nationaal Klimaat Platform – tot een nieuwe wereldwijde grondwet – volgens Prof. Dr. Joyeeta Gupta, Nobelprijs- en Spinozaprijswinnaar.

Ook in deze editie worden weer spijkers met koppen geslagen door onze columnisten en in het coververhaal legt CEO Ted Truscott uit hoe Columbia Threadneedle Investments zich nationaal en internationaal steeds nadrukkelijker presenteert als asset manager én fiduciair dienstverlener.

Ik wens u weer veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Asset Allocation Awards in samenwerking met Alpha Research

Datum: 6 februari 2024 in Amsterdam en 8 februari 2024 in Brussel
 Locatie: Rosarium, Amsterdam en Vlerick Business School, Brussel

Meer info en registratie:
www.financialinvestigator.nl/AAA-Amsterdam-06-02-2024
www.financialinvestigator.nl/AAA-Brussels-08-02-2024



10

Wereldwijde knowhow, regionale resources



Op de bres voor een humane economie

6



Ronde Tafel Private Debt Markets

22

COVERVERHAAL

10 Wereldwijde knowhow, regionale resources, Interview met Ted Truscott en Rogier van Harten, Columbia Threadneedle Investments

THEMA FIXED INCOME & PRIVATE MARKETS

22 Ronde Tafel Private Debt Markets

32 Market mechanism needs a helping hand, Interview met Vincent Nobel, Federated Hermes International

36 The role of natural capital to reach net zero, AXA IM Alts

38 On the road towards net zero by 2050, Interview met Jocelyn Dioux, Mirova (onderdeel van Natixis Investment Managers)

40 Northern European direct lending, an attractive diversification strategy, Capital Four

42 LDI-portefeuille heeft baat bij diversificatie met hypotheek, DMFCO

44 Paneldiscussie over beleggen in Private Markets voor verzekeraars

48 Setting standards: ESG euro credit, Interview met Marcel Linotte, Marc Rovers en Connor Olvany, LGIM

50 Bail-inable obligaties voor de nutssector?, Mahsun Dogan en Kiemthin Tjong Tjin Joe

52 The case for high yield, T. Rowe Price

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Op de bres voor een humane economie, Interview met Arjo Klamer, Emeritus Hoogleraar Culturele Economie

14 Hoogste tijd om op te schalen, Interview met Kees Vendrik, Nationaal Klimaat Platform

18 Een stabiele, flexibele en duurzame pensioenpartner voor de lange termijn, Interview met Wouter Peters, CACEIS

54 A glimpse into 2024, Interview met Thomas Friedberger, Tikehau Capital

56 Het concreet maken van impactbeleggen, Interview met Wilse Graveland, Van Lanschot Kempen, en Evalinde Eelens, onafhankelijk beleggingsdeskundige

58 Wereldwijde grondwet nodig om klimaat te beschermen, Interview met Prof. Dr. Joyeeta Gupta, Universiteit van Amsterdam

S Gesponsord

62 Crypto's broadband moment is now!,

S Interview met Ruud Smets, Theta Capital Management

64 Technology in ESG reporting for sustainable impact, ELAVV

S Daniel Graña, Janus Henderson Investors

COLUMNS

9 Pim Rank: Acceptatieplicht voor contant geld?

17 CFA Society Netherlands: Goede systeemkeuzes doen ertoe

21 Thijs Jochems: Wordt onbestuurbaar Nederland weer bestuurbaar?

31 Han Dieperink: Private debt push

35 Allianz Global Investors: Managing and measuring impact in private markets

61 Andy Langenkamp: Kapitale crash na schijnlanding?

69 IVBN: Ons vermogen tot samenwerken als basis

RUBRIEKEN

4 Kort nieuws

70 Boeken & Papers

71 On the move special: **Nina Hodzic**

72 On the move kort

EVENTS KALENDER

23/11: Lunch webinar discussie 'Impact Measurement & Integration in Real Estate'

06/02: Asset Allocation Awards, Amsterdam

08/02: Asset Allocation Awards, Brussel

14

Hoogste tijd om op te schalen



Wereldwijde grondwet nodig om klimaat te beschermen

58



44

Paneldiscussie over beleggen in Private Markets voor verzekeraars



VBDO:

Lang niet alle investeerders hebben aandacht voor biodiversiteit

Een studie gepubliceerd door VBDO toont aan dat investeerders steeds meer aandacht besteden aan het cruciale thema biodiversiteit. Uit het onderzoek onder 60 Nederlandse financiële instellingen blijkt echter ook dat meer dan twee op de vijf partijen biodiversiteit nog geen plek geven in de besluitvorming over investeringen.

Het rapport van VBDO benadrukt de groeiende rol van investeerders in het beschermen van biodiversiteit. Toch besteedt een flink deel van de onderzochte partijen hier nog geen aandacht aan. Het rapport roept op tot een gecoördineerde inspanning van alle belanghebbenden en tot het opnemen van biodiversiteit in financiële strategieën en besluitvorming.

Volgens het Global Risks Report

2023 van het World Economic Forum (WEF) staan biodiversiteitsverlies en de ineenstorting van het ecosysteem op de vierde plek van meest urgente risico's van het komende decennium. De enige risico's die groter worden geacht, zijn alle drie gerelateerd aan klimaatverandering. De afname van wereldwijde biodiversiteit is daarmee een van de meest urgente thema's van dit moment. De door de VBDO onderzochte investeerders lijken dit steeds meer te beseffen. Zo houdt 58% van de onderzochte financiële instellingen inmiddels rekening met biodiversiteit bij het maken van investeringsbeslissingen.

Het rapport van de VBDO brengt enkele belangrijke drempels aan het licht. Zo wordt het begrip 'integratie van biodiversiteit' op verschillende manieren geïnterpreteerd, wat leidt tot een gebrek aan uniformiteit van

benaderingen en metingen. Uit het rapport komt daarnaast naar voren dat een meerderheid van de bestuurders van financiële instellingen nog geen prioriteit geeft aan biodiversiteit, ondanks de groeiende erkenning van het belang ervan.

Een reden die vaak genoemd wordt om niet met het onderwerp aan de slag te gaan, is het gebrek aan beschikbare data. Jacqueline Duiker, Senior Manager Sustainability bij de VBDO, benadrukt: 'Te weinig beschikbare data mag nooit een excuus zijn om niet met biodiversiteit aan de slag te gaan. Er moeten nog genoeg stappen worden genomen. Denk aan de ontwikkeling van uniforme begrippen en transparante meetmethoden. Of überhaupt de urgentie van behoud van biodiversiteit sterker agenderen binnen de financiële sector.'

DE PRIORITEITEN VAN

Floris van Gelder

1 Afronden implementatie SFDR: Momenteel zetten we de laatste puntjes op de i met betrekking tot de implementatie van de SFDR. Tegelijkertijd volgen we de huidige consultatieronde op de voet en zijn we erg benieuwd wat dit gaat betekenen voor de industrie.

2 Samenwerking met andere landen: Door het afbouwen van de werkzaamheden rondom de SFDR hebben we meer ruimte gevonden om, behalve voor de Benelux, ook de duurzame analyse uit te gaan voeren voor andere landen waar ING actief is. Dit zorgt voor een bank-

brede, consistente beoordeling van beleggingen op het gebied van duurzaamheid.

3 Meer datagedreven werken: De almaar toenemende ESG-data stelt ons in staat om de analyse van beleggingen efficiënter in te richten, onze eigen duurzaamheidstoets (de Niet-Financiële Indicator, NFI) te verfijnen en de rapportage naar onze klanten te verbeteren. Het blijft, naast het verzamelen van de verplichte data, een uitdaging om de juiste data hiervoor te selecteren, die ook aansprekend en herkenbaar is voor onze klanten.



Floris van Gelder is Analyst Duurzaam Beleggen bij het ING Investment Office. Samen met drie collega's is hij verantwoordelijk voor de duurzame beleggingen en het beleid hieromtrent.

AURÉUS:

Samenwerking met Mercer

De Nederlandse vermogensbeheerder Auréus gaat samenwerken met Mercer bij de dienstverlening aan particuliere beleggers. Dat zijn veelal ondernemers en die willen de ins en outs van een mogelijke belegging kennen, voordat ze daadwerkelijk een investering doen, aldus Auréus. Private markets is bij de vermogensbeheerder uitgegroeid tot een van de kernactiviteiten. Daarom zetten de twee in op een langdurige samenwerking. Mercer gaat onder andere adviseren over beleggingen in private equity, private debt, infrastructuur en vastgoed.

COLUMBIA THREADNEEDLE:

Psf UWV kiest voor responsible engagement overlay

Columbia Threadneedle Investments heeft bekendgemaakt dat Pensioenfonds UWV zijn responsible engagement overlay kiest voor de engagement en proxyvoting-activiteiten van het fonds. Het gaat om een mandaat van € 2,2 miljard. Pensioenfonds UWV behartigt de pensioenbelangen van de werknemers van het Uitvoeringsinstituut Werknemersverzekeringen.

De service voor het pensioenfonds focust op engagement en het stemmen tijdens aandeelhoudersvergaderingen van beursgenoteerde bedrijven uit ontwikkelde markten en opkomende markten en op obligaties van deze bedrijven. Pensioenfonds UWV heeft in totaal € 8,2 miljard onder beheer. Het is een zelfstandig bestuursorgaan.

RUSSELL INVESTMENTS:

ESG factors increasingly drive investment decision-making

Russell Investments recently released results from its ninth annual ESG Manager Survey. It offers insights into the evolving landscape of ESG practices within the investment management industry.

Results from this year's survey show employment trends reflect rising attention on sustainable investing as momentum continues toward net zero initiatives and reporting on ESG metrics and diversity increases. This year's survey featured responses from 169 asset managers globally, representing \$ 20 trillion in assets under management.

'As the industry continues to focus on responsible investing practices, active managers from all major asset classes are increasingly incorporating ESG considerations into their investment processes and hiring for ESG-related roles,' said Kris Tomasovic Nelson, Senior Director and Head of ESG Investment Management with the company. 'Climate risk is at the forefront of investors' concerns, and we expect ESG to become further rooted in the investment landscape.'

'We've observed a rising emphasis on active ownership as an investment tool. Indeed, it emerged in this year's survey as the number one ESG information source,' Nelson said. 'Most striking, this year only 7% of respondents said that ESG factors do not drive investment decisions, markedly down from the 22% recorded in 2022. We believe this reflects a deepening recognition that ESG issues – encompassing areas such as climate risk and labour relations – are financially material.'

'Key challenges around ESG integration persist, such as the availability of data, lack of standardised reporting for corporations, and meeting diverse client needs,' Nelson summarized. 'Nevertheless, fewer managers are reporting that ESG considerations do not affect their investment decisions. Our annual survey shows an upswing in commitments to responsible investing reporting frameworks and initiatives, and our research suggests that ESG has firmly established itself as a lasting force in the investment landscape.'

**PGIM INVESTMENTS:**

Huidige omstandigheden vragen om actief beheerde oplossingen

Vastrentende waarden staan weer volop in de belangstelling van asset allocators. Uit een onlangs gehouden gatekeepers-onderzoek van PGIM Investments blijkt dat er de komende twaalf maanden een sterke vraag naar deze beleggingscategorie te verwachten valt.

Een aantal bevindingen op een rij:

- Vastrentende waarden staan weer volop in de belangstelling van de ondervraagde asset allocators: 58% geeft aan er de komende 12 maanden meer in te willen beleggen, tegen 7% die er minder in wil beleggen (netto 51%).
- Op grote afstand volgen private equity (netto 17%), liquid alternatives (16%), private debt (15%) en aandelen (14%) als beleggingscategorieën waarin ze meer willen beleggen.
- Meer dan twee derde van de benaderde gatekeepers gelooft dat vastrentende waarden hun rol als diversificatiemiddel voor aandelen-volatiliteit weer zullen opeisen.
- De meeste respondenten voorspellen voor komend jaar een toename van de volatiliteit op de aandelenmarkten.
- Binnen aandelen kijken deze gatekeepers vooral naar de categorie 'wereldwijde aandelen', hoewel ze ook optimistischer over de tot voor kort weinig geliefde categorie 'aandelen opkomende markten (ex-China)' zijn geworden.
- Verder is een meerderheid van de gatekeepers licht pessimistisch over de vooruitzichten van de wereldeconomie, al denkt een derde dat de wereldwijde groei vanaf nu juist zal versnellen.
- Zeven op de tien respondenten vinden het belangrijk dat low carbon-fondsen de 'vermeden emissies' van hun holdings bekendmaken, iets dat nog bijna niet voorkomt.

Voor het onderzoek werden in totaal 210 Europese en Aziatische gatekeepers bij grote wereldwijde financiële instellingen met een beheerd vermogen van ten minste \$ 1 miljard gevraagd naar hun allocatieplannen en beheervoorkeuren. Het doel van het onderzoek was om na te gaan welke kwesties voor hen het belangrijkste zijn bij het selecteren van fondsen.

Op de bres voor een humane economie

Als Emeritus Hoogleraar Culturele Economie werkt Arjo Klamer aan een nieuw levensproject: de ‘humane economie’, waarin het vooral draait om de vraag: ‘Waar doen we het eigenlijk allemaal voor?’ Financial Investigator sprak met hem over deze vraag en over de lessen die hij als cultuureconoom in de afgelopen decennia heeft geleerd, de stabiliteit van het huidige financiële systeem en zijn scepsis over de euro.

Door Harry Geels

Culturele Economie, wat houdt dat precies in?

‘Culturele economie richt zich vooral op de kunstwereld en op de meer algemene rol en invloed van cultuur in de economie. De laatste jaren is daar het onderwerp ‘sense making’ bijgekomen, met als aanpalende vraag: ‘Hoe kunnen we de wereld begrijpen en interpreteren?’ Ook kijken we naar de verschillende perspectieven van mensen en onderzoeken we wat de rol is van de voortschrijdende financialisering, technologische ontwikkeling, juridisering en AI op de economie, welke waarden en normen door mensen worden gehanteerd en wat die bijdragen aan hun welzijn.’

Welke lessen heeft u geleerd?

‘Ten eerste dat de visie op de rol van geld is veranderd. Veel mensen hebben lange tijd het vergaren van geld als doel gesteld. Maar uiteindelijk, en dat is een les die ik van kunstenaars heb geleerd, draait het toch om zingeving. Geld is niet meer dan een middel. Een kunstenaar riep ooit tijdens een onderzoek naar de economische invloed van cultuur op toerisme en op de leefbaarheid van buurten: ‘but what about the music?’ Gelijk had ze. Het is overigens opvallend dat veel mensen in de financiële wereld de kunstwereld boeiend vinden. Beide werelden – de financiële en culturele – hebben met elkaar gemeen dat het afbeeldingen zijn van de werkelijkheid.

Ik durf te stellen dat ik een pionier ben op het gebied

van de ‘humane economie’. Niet alles is in getallen te vatten. Mooie voorbeelden hiervan kennen we allemaal wel, zoals de wijze waarop gezinnen en buurtgemeenschappen werken. Daar wordt niet iedere transactie afgerekend. We hoeven niet overal geld aan over te houden. Voor het Sustainable Finance Lab, waarbij ik betrokken ben, heb ik in dit kader recent een studie gedaan naar de idealen van bankiers. De zaken die ze écht belangrijk vinden, bleken vaak af te wijken van hun dagelijkse praktijk. Ze willen gemiddeld genomen op kleinere en persoonlijker schaal goed doen voor de mensen, voor de kleinere ondernemers, in plaats van mee te gaan in een op bonussen gedreven ‘rat race’. Daarbij maakte het niet uit of iemand bij een algemene of grootbank, of een kleinere of duurzame bank werkte. De film ‘It’s a wonderful life’ (uit 1946, red.) werd opvallend vaak genoemd als betekenisvolle film.

Meer in het algemeen hebben mensen de neiging zichzelf te verliezen in een systeem waar niemand verantwoordelijk voor is. Een belangrijke les is dat mensen zelden of nooit hun zingeving vinden in het ‘vooruihelfen’ van zo’n abstract systeem, maar eerder in de goede relaties met andere mensen en de betekenis die ze voor anderen

kunnen hebben. Ik merk overigens dat er momenteel veel initiatieven zijn om zo’n betekenisvolle economie te ontwikkelen. Het helpt wanneer mensen attent gemaakt worden op de kloof tussen hun idealen en de dagelijkse praktijk.

‘Mensen hebben de neiging zichzelf te verliezen in een systeem waar niemand verantwoordelijk voor is.’

CV

Arjo Klamer



Arjo Klamer is Emeritus Hoogleraar Culturele Economie, de enige leerstoel ter wereld op dit gebied, aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Daarvoor en na zijn promotie aan Duke University doceerde hij aan Wellesley College en George Washington University in de VS. Hij is schrijver van diverse boeken, waaronder 'De Euro Valt! En wat dan?' en 'Doing the Right Thing, A value based economy.' Momenteel richt hij zich op de culturele dimensie van het economische leven en de waarden van kunst.

Een andere belangrijke les is de invloed van cultuur op het zakendoen en hoe die de mores en welvaart beïnvloedt. In Nederland hebben we een 'corporatistische cultuur', wat zich uit in termen als 'polderen' en 'samenwerken'. Als hier problemen ontstaan, gaan we samenwerken. Dat zit blijkbaar in onze cultuurgenen, in jargon ook wel 'memen' genoemd. We stemmen ook niet graag, want dat brengt geen consensus. In de VS wordt veel minder overlegd en veel eerder 'koud' gestemd. In Nederland gaan de besluitvormingsprocessen daarom stroperiger dan in de VS.

Het is niet zo dat de ene zakencultuur beter is dan de andere. Mensen moeten zich er thuis in voelen. Het gaat mis als de cultuur niet bij de mensen past, of mensen elkaars cultuur niet begrijpen of respecteren. Culturen zijn heel streng en veranderen niet snel. Er heerst tegenwoordig, vooral binnen de EU, de trend van kosmopolitisme en cultuurglobalisering, waarbij landen hun eigen cultuur moeten vergeten. Maar zo werkt het niet en dat gaat zich vroeg of laat wreken. Ook in de VS is nu een steeds heviger wordende culturele strijd gaande. Een deel is progressief met een focus op gelijkheid en milieu, een ander deel conservatief met een focus op de traditioneel joods-christelijke waarden.

U stond bij de introductie van de euro kritisch tegenover een eenheidsmunt, mede vanwege de cultuurverschillen tussen de landen in de eurozone. Hoe denkt u er nu over?

'Mijn mening is niet veranderd. De euro wordt al jaren met kunst- en vliegwerk overeind gehouden, waarbij geweld wordt gedaan aan de oorspronkelijke afspraken, zoals die zijn vastgelegd in het Stabi-

lity and Growth Pact. Alles wordt geofferd voor de euro, met als dieptepunt de uitspraak van Mario Draghi uit 2012: 'Whatever it takes.'

Het is echter niet zo moeilijk te voorspellen dat de euro toch een keer uit elkaar valt. Dat is in de geschiedenis namelijk met elke gemeenschappelijke munt gebeurd. Behalve de dollar, maar die bestaat nog maar zo'n 230 jaar en we weten niet wat er in de VS gaat gebeuren gezien de eerdergenoemde cultuurstrijd. Voor een munt is een sterke politieke eenheid nodig en die ontbreekt ten enenmale.

Ik heb in mijn boek 'De euro valt! En wat dan?' beschreven dat het allemaal draait om de Duits-Franse as. Als die breekt, valt de euro onmiddellijk. De redding van de euro is tot nog toe te danken aan Duitsland, dat steeds weer water bij de culturele en monetaire mediterrane wijn doet. Duitsland is blijkbaar nog steeds bezig met het afbetalen van de schuld van de Tweede Wereldoorlog. Een van die afbetalingen was het opgeven van de Duitse mark. De vraag is hoelang Duitsland hiermee doorgaat. Hoeveel economische achteruitgang, bijvoorbeeld in de vorm van het 'gratis' ter beschikking stellen van geld, gaat de gemiddelde Duitser nog toestaan? Ik verwacht dat er een keer een nieuwe eurocrisis komt waarbij Duitsland, aangejaagd door steeds grotere conservatieve bewegingen die bijvoorbeeld willen terugvallen op de oude Duitse cultuur van monetaire en begrotingsdiscipline, de stekker eruit haalt en verder gaat met een nieuwe mark, eventueel samen met landen die Duitsland economisch nauw aan het hart liggen.

De cultuurverschillen tussen de Europese landen zijn, ondanks een gemeen- >

'Ons primaire doel zou moeten zijn dat we de kwaliteit van de samenleving in stand zien te houden.'

‘Het scepticisme aan de rechterkant is een vorm van nationalisme. Voor links is de euro een globalistisch, neoliberal project, bedacht door grote multinationals.’

schappelijke Europese cultuur, dramatisch groot. Kijk naar de nog altijd bestaande taalstrijd in België. Ook Duitsland en Frankrijk zijn cultureel nog steeds niet naar elkaar toe

gegroeid. Dat heeft onder andere te maken met de lange geschiedenis met de vele oorlogen tussen beide landen. Die is in de memen van de inwoners gaan zitten. Een andere onzekerheid voor de euro is Italië. Hoe gaat dat land de enorme schuldencrisis oplossen?’

Hoe verklaart u het euroscepticisme bij de uitersten van de politiek, bijvoorbeeld bij de PVV en FvD en bij de SP, waar u zelf lid van bent?

‘Daar liggen verschillende redenen aan ten grondslag. Het scepticisme aan de rechterkant is een vorm van nationalisme. Voor links is de euro een globalistisch, neoliberal project, bedacht door de grote multinationals die meenden met één munt een groter economisch speelveld te hebben. Kleinere bedrijven hebben veel minder baat bij de euro. De ECB treedt keihard op voor het eurobelang.

Bij het 25-jarige jubileum van de euro heb ik nog geprobeerd de groep economen die vlak voor de introductie van de euro de bekende waarschuwingsbrief hadden getekend, bij elkaar te krijgen. Maar de reactie was uitermate allergisch. Een paar keer werd zelfs de hoorn op de haak gegooid. Men wilde niet meer herinnerd worden aan iets dat nu niet meer als ‘mainstream’ wordt gezien.

Dat was overigens niet alleen mijn beleving. Ook toen de Wall Street Journal een artikel schreef over het eurojubileum wilden de vele eurosceptische economen van destijds daar niet meer aan mee werken, bang om, net als ik, gecancelled te worden.’

Wat vindt u van het huidige financiële systeem?

‘Het huidige financiële systeem is inherent fragiel.

We gaan van crisis naar crisis. Als je hoofdstuk 12 van ‘The General Theory of Employment, Interest and Money’ van John Maynard Keynes leest, dan zal het je opvallen hoe

toepasselijk zijn analyse van de jaren dertig voor de huidige situatie is. Een groot probleem is de enorme financialisering die geleid heeft tot opgeblazen balansen, grote schulddisposities en de mogelijkheid tot grootschalige speculatie door de wereld van het grote geld. Daarbij hebben centrale banken, door het steeds verder verlagen van de rente, een totaal onverantwoord beleid gevoerd. De vraag is niet óf, maar wannéer de lont van een nieuwe grote financiële crisis wordt aangestoken. Dit is geen riskante voorspelling. Crises zitten ingebakken in het huidige systeem. Om in termen van Keynes te blijven: het is vooral ook een ‘onzeker’ systeem waarin risico’s eigenlijk niet meer goed uit te rekenen zijn. Een oplossing is om de financiële wereld meer in balans te brengen met de reële economie. Dat is echter lastig, want het huidige systeem is, ik herhaal, in onze memen gaan zitten.’

Wat voor rol wilt u verder nog in de maatschappij spelen?

‘We moeten af van het kwantitatieve groeiemodel. Ons primaire doel zou moeten zijn dat we de kwaliteit van de samenleving in stand zien te houden. We zeggen wel dat de VS jaren vooroploopt en in termen van kwantitatieve economische maatstaven lijkt dat ook zo, maar in Europa zijn we verder in het ‘kwaliteitsdenken’. Het gaat niet om ‘growth’ of ‘degrowth’, maar om de vraag waarom we het nu eigenlijk allemaal doen.

Er moet een nieuw paradigma komen en daar wil ik, vooral als wetenschapper met mijn ‘humane economie’, waarin bedrijven bijvoorbeeld dienstbaar zijn aan de consument in plaats van andersom, een steentje aan bijdragen.’ ■

eurogeld
Duitsland
SP Frankrijk EU
Culturele Economie
humane economie
kwantiteit
kwaliteit

Acceptatieplicht voor contant geld?

Op 28 juni 2023 heeft de Europese Commissie een voorstel gepubliceerd voor een verordening inzake een acceptatieplicht van eurobankbiljetten en euromunten. Een verstandig voorstel uit het oogpunt van risicobeheersing en privacybescherming, maar wel met een te brede reikwijdte.

Het voorstel komt erop neer dat eurobankbiljetten en euromunten die ter betaling van een geldschuld worden aangeboden in beginsel door de crediteur moeten worden geaccepteerd. Aanvaarding is verplicht voor de volledige nominale (monetaire) waarde van de betreffende betaalmiddelen. Het in rekening brengen van extra kosten bij een betaling in chartaal geld is niet toegestaan. Het voorstel is gepubliceerd als COM(2023) 364 final.

Afgezien van het feit dat het voorstel niet van toepassing is op online aankopen, bestaan op deze acceptatieplicht slechts twee uitzonderingen. In de eerste plaats mag de crediteur betaling in contanten weigeren als deze weigering te goeder trouw plaatsvindt en daar een goede en tijdelijke reden aan ten grondslag ligt en deze weigering proportioneel is in het licht van concrete omstandigheden buiten de controle van de crediteur. Als voorbeelden worden in dit verband genoemd het geval dat de nominale waarde van een ter betaling aangeboden bankbiljet het bedrag van de schuld disproportioneel overschrijdt en het geval dat de crediteur geen wisselgeld beschikbaar heeft. De bewijslast rust op de crediteur.

In de tweede plaats is weigering van betaling in contanten door de crediteur toegestaan als vooraf is afgesproken dat op een andere wijze dan met chartaal geld zal worden betaald. Van een dergelijke afspraak is geen sprake als een winkelier of een dienstverlener betaling in contanten eenzijdig heeft uitgesloten door een 'no cash, PIN only'-sticker. De Europese Commissie kan door middel van gedelegeerde regelgeving ook andere uitzonderingen toestaan. Deze uitzonderingen moeten dan

wel een algemeen belang dienen en daarmee in proportie zijn.

De laatste jaren zijn overheden en banken vooral bezig geweest om de rol van contant geld terug te dringen. Daarbij vonden zij ook het MKB aan hun zijde. Voor overheden speelt daarbij vooral het bestrijden van fraude, witwassen en terrorismefinanciering. Voor banken is het verwerken van chartaal geld een kostenpost en betekent een verdergaande giralisering meer goedkope funding. Voor het MKB is het goedkoper en veiliger om cliënten digitaal te laten betalen. Tegen deze achtergrond komt het voorstel van de Europese Commissie over als een stap terug. Ofschoon het voorstel primair slechts invulling wil geven aan de consequenties van het zijn van wettig betaalmiddel, lijkt het haaks te staan op een verdere ontwikkeling in de richting van een cashloze samenleving. Vooral in Nederland, waar minder dan 20% van alle betalingen nog met fysiek geld plaatsvindt, zal het voorstel waarschijnlijk zo worden ervaren.

De voortschrijdende digitalisering en giralisering van het betalingsverkeer heeft echter ook een keerzijde. Te noemen is de volstrekte afhankelijkheid van (de infrastructuur van) banken en big tech. Die afhankelijkheid doet zich niet alleen gevoelen bij stakingen van personeel, technische storingen en hacks, maar manifesteert zich ook in het totale gebrek aan privacy dat inherent is aan deze vormen van betaling. Uit het oogpunt van risicobeheersing en privacybescherming lijkt een (beperkte) acceptatieplicht van chartaal geld dan ook verstandig. Op die manier worden bovendien personen die niet digitaal vaardig zijn enigszins gefaciliteerd. In die zin voorziet het voorstel van de Europese Commissie zeker in een behoefte.

Enige aanpassing van het voorstel zou overigens wel wenselijk zijn. Ik denk in dit verband met name aan een beperking van de reikwijdte van het voorstel tot toonbankbetalingen en een verdere uitbreiding en concretisering van de uitzonderingen op de acceptatieplicht. ■



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



Wereldwijde knowhow, regionale resources

Met een platte en wereldwijd actieve operatie profileert Columbia Threadneedle Investments zich in Nederland steeds meer als asset manager én als fiduciair manager. Financial Investigator sprak met CEO Ted Truscott en Rogier van Harten, Head of EMEA Institutional, over de ontwikkelingen in de wereld van het vermogensbeheer in het algemeen en die in de fiduciaire markt in Nederland in het bijzonder.

Door Harry Geels Fotografie Cor Salverius

Wat zijn de vooruitzichten voor de wereldwijde vermogensbeheersector in de komende jaren?

Ted Truscott: ‘De wereld van het asset management is enorm competitief. Tijdens de coronacrisis deed onze sector het goed, maar daarna is het zeer uitdagend geworden door de snelle groei van passief beleggen en de druk op de fees, die opgevoerd is door zowel beleggers als de toezichhouders. Plat gezegd, er zijn momenteel te veel asset managers. Een nieuwe shake-out staat voor de deur, vooral nu meer partijen zich realiseren dat het moeilijk is om te groeien terwijl de fees lager worden.

Voor wie nichemarkten opzoekt en durft te concurreren op performance, zijn er echter nog steeds interessante kansen. Lagere fees en meer productdiversiteit in nichemarkten zijn uiteraard goed nieuws voor klanten.

Met een platte, wereldwijd opererende organisatie zijn we erin geslaagd ons de afgelopen jaren te onderscheiden met goede resultaten, op het gebied van Amerikaanse en Europese aandelen, SRI, credits, fiduciair management en alternatives. Ik ben er trots op hoe goed onze lokale activiteiten samenwerken en vrijwel moeiteloos onderzoek en ervaringen delen. Onderzoek – vooral lokaal – is voor een actieve manager zoals wij van groot belang.

Op het gebied van verantwoord beleggen hebben wij onze operatie flink kunnen opschalen dankzij de overname van BMO Global Asset Management (BMO GAM) in 2021. Vóór de overname hadden we vooral een fundamentele bottom-up benadering van verantwoord beleg-

gen. BMO GAM had meer een productaanpak, inclusief een ‘responsible engagement overlay’, met 25 specialisten die nu bezig zijn met engagement en stemmen namens verschillende klanten. Het is onze ervaring dat een duurzame aanpak van twee kanten, fundamenteel (bottom-up) en via engagement (top-down), veel onderscheidende waarde toevoegt aan het beleggingsproces.’

U noemde specifiek ook fiduciair beheer als een succesvolle core business?

Truscott: ‘Ja, we zijn een grote speler op dit gebied, mede dankzij de overname van BMO GAM, en daar zijn we uiteraard trots op. Nederland is een zeer vooruitstrevende markt, mede dankzij de grote pensioenfondsen, en is zeer betrokken, zowel vanuit bedrijven als vanuit de overheid, om zoveel mogelijk mensen een goed pensioen te geven.

In de VS noemen we de fiduciair het ‘OCIO’, het Outsourced Chief Investment Office, een model dat in de VS erg populair is. Het grote verschil tussen het fiduciaire bedrijf en het OCIO is dat in het eerste geval het bestuur van de institutionele belegger de beslissingen neemt, terwijl het OCIO zelf de verantwoordelijkheid neemt.

Eén ding hebben ze gemeen: ze selecteren allebei externe managers. Ook dat is een core business van ons. Via ons multi-managerplatform hebben onze klanten toegang tot de beste managers in alle beleggingscategorieën, wereldwijd. Dat is een grote operatie voor ons, maar we doen al jaren aan managerselectie voor ons beursgenoteerde moederbedrijf Ameriprise Financial, een grote >



CV

Ted Truscott

Ted Truscott is CEO van Columbia Threadneedle Investments. Voordat hij in 2001 bij het bedrijf kwam, was hij CIO en Managing Director bij Zurich Scudder Investments. Hij trad in 1992 in dienst bij Scudder, Stevens & Clark als Portfolio Manager en Equity Research Analyst, met de nadruk op Latijns-Amerika. Truscott is onder andere Lid van de Raad van Bestuur van het Investment Company Institute en Voorzitter van de Raad van Bestuur van The Greater Boston Food Bank. Truscott behaalde een Bsc in Oost-Aziatische studies en een MBA in Financiën.

Amerikaanse financiële dienstverlener met meer dan een biljoen dollar aan assets under management.'

Rogier van Harten: 'De markt voor institutionele beleggers consolideert en als gevolg daarvan ontstaan er steeds grotere en professionelere organisaties die mogelijk op zoek zijn naar strategische partnerships via fiduciair management. De fiduciair maakt deel uit van de bestuursbesprekingen, wat een goed inzicht geeft in de grote kwesties waar besturen zich zorgen over maken. Dat levert weer ideeën op om innovatiever te worden.

Daarbij helpt het dat we mondiaal opereren. Dat brengt met zich mee dat de inzichten uit verschillende regio's komen en dat we bijvoorbeeld best practices kunnen delen. Managersselectie doen we eigenlijk alleen met externe managers. Het is dan aan de klant of die ook enkele van onze beste beleggingsproducten wil meenemen in de screenings.

Tot slot benadruk ik nogmaals de lokale-mondiale combinatie. Wij zijn aanwezig in alle grote financiële hubs ter wereld en kunnen, bijvoorbeeld voor onze Nederlandse fiduciaire klanten, alles verzorgen in de lokale taal, geënt op de Nederlandse wetgeving en andere eisen. We publiceren ook veel opiniestukken over de ontwikkelingen op alle grote pensioenmarkten over de hele wereld, bijvoorbeeld over LDI en duurzaamheid.'

Waar letten jullie op in de Nederlandse fiduciaire markt?

Van Harten: 'Natuurlijk ligt de focus nu op het nieuwe pensioenstelsel. Duurzaamheid is iets wat al langer bestaat, met alle bekende sub-thema's als net zero en

bio-diversiteit. Wij helpen pensioenfondsen bij het formuleren van hun duurzaamheidsambities, -strategie en uiteraard -oplossingen, waarbij wij ons, zoals gezegd, ook onderscheiden op het gebied van duurzaam engagement.

Ook houden we jaarlijks een enquête, waarbij we institutionele beleggers vragen naar de thema's die hen bezighouden, waar we vervolgens onderzoek en andere diensten en producten voor creëren. Daarmee positioneren wij ons als een actieve manager, al helpen wij onze fiduciaire klanten uiteraard ook als zij passieve oplossingen zoeken voor bepaalde beleggingscategorieën. Overigens vervagen de grenzen tussen actief en passief enigszins bij begrippen als ESG. Tegenwoordig wordt vaak eerst het universum gedefinieerd, worden daarna de ESG-eisen opgesteld en wordt uiteindelijk de passende maatwerk-benchmark gevonden of zelfs ontwikkeld.

Ook is duidelijk dat de Nederlandse institutionele markt verder consolideert: er zijn nog zo'n vijf tot acht grote fiduciair managers actief. Ik kan niet echt overzien hoe lang zij in deze markt actief willen blijven, maar wij zijn hier voor de lange termijn. Zelfs met negatieve vooruitzichten op de financiële markten blijven wij investeren in onze fiduciaire dienstverlening, niet alleen in Nederland, maar in alle andere grote pensioenmarkten ter wereld.

'Het is onze ervaring dat een duurzame aanpak van twee kanten, fundamenteel (bottom-up) en via engagement (top-down), veel waarde toevoegt.'

Momenteel is de fiduciaire markt vrij rustig. Maar zodra het nieuwe pensioenstelsel is ingevoerd, verwachten wij dat de zoektocht naar nieuwe fiduciair managers zal worden hervat. Wij kunnen overigens ook losse bouwstenen aanreiken vanuit



CV

Rogier van Harten

Rogier van Harten is Head Institutional Distribution Continental Europe & MENA bij Columbia Threadneedle Investments, waar hij in 2017 bij kwam. Hij is verantwoordelijk voor het institutionele klantenbestand. Als zodanig maakt hij deel uit van het EMEA Client Management Leadership Team. Hij is tevens bestuurslid van Columbia Threadneedle - Nederland. Daarvoor werkte hij bij BNP Paribas Asset Management, als Head of Institutional Clients Continental Europe en als Head of Institutional Clients Netherlands. Van Harten is CFA-charterhouder.

de hele fiduciaire keten, bijvoorbeeld LDI of managerselectie, twee belangrijke kernactiviteiten.’

Onderzoek is belangrijk voor jullie?

Truscott: ‘Ja, daar zetten wij als actieve manager sterk op in. Het is, zoals gezegd, een mondiale activiteit die vanuit verschillende belangrijke knooppunten wordt uitgevoerd. Onze top-down betrokkenheid bij bedrijven levert overigens weer nieuwe inzichten op voor onze fundamentele bottom-up analisten. Ook meten we de kwaliteit van onze analisten, zodat we weten of zij waarde toevoegen voor onze portfolio-managers. We gebruiken in onze bedrijfsvoering voortdurend en door elkaar heen twee RI's: die van Responsible Investing en die van Research Intensity. Als CEO ben ik erg blij met de hoge kwaliteit van beide.’

Welke andere ambities hebben jullie?

Truscott: ‘Bovenal natuurlijk een goede service voor onze klanten, met als belangrijke kanttekening dat dat voor de lange termijn is. Als bedrijf bestaan we al lang en hebben we diepe wortels in Europa en de VS, via het voormalige Threadneedle en Columbia.

In 1984 werd Threadneedle Asset Management Limited opgericht in Groot-Brittannië. Het bedrijf werd in 2003 overgenomen door American Express en geherstructureerd tot Ameriprise Financial als een onafhankelijke financiële dienstverlener, genoteerd aan de New York Stock Exchange (AMP), waarbij Threadneedle onderdeel werd van Ameriprise. In 2012 zijn Threadneedle Investments en Columbia Management gaan samenwerken, wat in 2015 heeft geleid tot de lancering van Columbia Threadneedle Investments. Sindsdien is

Columbia Threadneedle Investments uitsluitend gericht op vermogensbeheer en een goede dienstverlening voor onze klanten.

De performance speelt uiteraard een belangrijke rol bij een goede dienstverlening. Wellicht gaan we de komende jaren onze activiteiten verder diversifiëren, bijvoorbeeld door goede nieuwe producten aan ons assortiment toe te voegen. Voor iedere asset manager is het moeilijk om organisch te groeien. In deze branche behoren overnames als het ware tot de normale gang van zaken.’

Van Harten: ‘Tot slot is het belangrijk om op te merken dat we een redelijk platte organisatie hebben, waarin alle medewerkers en klanten gemakkelijk toegang hebben tot ons senior management. Het feit dat we momenteel met onze CEO zitten te praten, spreekt boekdelen. Ted dringt er vaak bij mij op aan om hem mee te laten doen aan klantinterviews, zodat hij precies begrijpt wat er over de hele wereld gaande is, in plaats van het via zijn medewerkers te horen.

Die openheid en toegankelijkheid gelden niet alleen voor onze CEO, andere senior managers doen hetzelfde. Dat is van grote meerwaarde voor mijn ambities hier in Nederland. Klanten waarderen het ook enorm. Een deel van mijn werk is het behouden van deze bereikbaarheid door mijn eigen ambities waar te maken, door bestaande klanten tevreden te houden en door nieuwe te verwelkomen. Het is bemoedigend dat dit de afgelopen jaren goed is gelukt, vooral op het gebied van LDI, kredietmandaten en duurzaamheid. Maar we hebben nog veel meer te bieden.’ ■

‘Het helpt dat we mondiaal opereren. Dat brengt met zich mee dat de inzichten uit verschillende regio's komen en dat we best practices kunnen delen.’

voor marketingdoeleinden. Uitgegeven door Threadneedle Management Luxembourg S.A., ingeschreven in het Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) onder nummer B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg. Groothertogdom Luxembourg. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle.

Hoogste tijd om op te schalen

We zijn op weg, maar nog niet ‘goed op weg’. Daarvoor moet er nog veel te veel gebeuren. Financial Investigator sprak met Kees Vendrik, Voorzitter van het Nationaal Klimaat Platform.

Door Lies van Rijssen

‘In november 2022 zijn we begonnen, op verzoek van het kabinet. We hebben een mandaat voor vier jaar. In Den Haag wilde ik niet gaan zitten met dit platform. Wij zijn de schakel tussen samenleving en beleid. Dan moeten we niet onder de Haagse kaasstolp gaan resideren. Dus toen Energiebeheer Nederland (EBN) ons deze plek in hun kantoor op een steenworp afstand van Utrecht CS aanbood, aarzelde ik niet.

We zijn een open platform. Toegankelijk voor iedereen in Nederland die de klimaattransitie verder wil helpen. Ons doel is versnellen en verbinden. De essentie van ons werk is luisteren naar alle signalen over wat goed gaat, wat beter kan, wat misloopt. Signalen van burgers, energiecorporaties, buurtprojecten, over energiewaarde, zinkfabrieken, Tata Steel, Rotterdam, boeren, noem maar op. Wij brengen alle signalen bij elkaar en rapporteren ze aan de minister: ‘Dit horen we.’ ‘Luister hier eens naar.’ ‘Dit kan helpen de CO₂-uitstoot versneld terug te dringen.’ ‘Zo kan je zorgen dat meer burgers en bedrijven kunnen meedoen.’

De afspraak is dat we de minister van Klimaat en Energie een paar keer per jaar een kort en krachtig rapport leveren. De eerste twee liggen er al, een soort eerste-honderd-dagen-rapportages. Wij dragen de minister geen oplossingen aan. Wel leggen we opties of oplossingsrichtingen voor. Richting, ruimte en rechtvaardigheid, draagvlak en daadkracht, je vindt ze op onze site.

We zijn geen ombudsman, hoe serieus klachten over niet ontvangen subsidies of mislukte netaansluitingen ook kunnen zijn. We verwijzen mensen wel naar het juiste adres en willen weten of dat

geholpen heeft. Maar als uit alle individuele signalen een rode draad blijkt die bij beleidsmakers niet goed in beeld is, dan pakken we het op. Onze filosofie is praktisch: van de geldende spelregels, markten, wetgeving en prijzen is niets voor de klimaat- en energietransitie ontworpen. Boeren die duurzaam willen produceren, merken dat dit hen geld kost zonder dat ze een vergoeding krijgen. Bedrijven die congestie willen aanpakken en willen samenwerken om energie op te wekken en te delen, ondervinden dat dit niet mag in Nederland. Zulke spelregels kun je veranderen. Daar gaat ons werk ook over: versnelling realiseren lukt alleen als mensen – burgers en bedrijven – reële kansen krijgen om mee te doen.

We nemen mensen serieus en leggen ons oor te luisteren bij de stem die niet makkelijk gehoord wordt. Als ik word gevraagd ergens langs te komen, dan kom ik. Graag zelfs, ik leer veel van praktijkverhalen van burgers en kleine en grote ondernemers. Vaak blijkt hoezeer mensen hun kop stoten als ze proberen een bijdrage te leveren aan de vermindering van de CO₂-uitstoot. Het legioen van klein en groot leed, noem ik dat. Tegelijk inspireert het hoe ontzaglijk veel mensen al bewust bezig zijn met de transitie. Ook bedrijven die fundamentele en praktische plannen hebben om hun productieproces totaal te veranderen. Dat gaat niet alleen over CO₂ maar ook over stikstof en circulair, en blijft niet bij ideeën maar gaat over harde investeringen. Door die ellendige gasrekening kreeg dat vorig jaar allemaal een extra zwieper.

‘We hebben vijftig jaar zitten prutsen en moeten de komende vijftien cruciale jaren het grootste deel van de transitie nog zien te realiseren.’

Om te voorkomen dat we alleen op eigen waarneming koersen, lieten wij in juni een extra onderzoek doen: een kort representatief opinieonderzoek onder Nederlanders. De uitkomsten bevestigen het beeld uit andere onder-

CV

Kees Vendrik

Econoom Kees Vendrik is sinds november 2022 Voorzitter van het Nationaal Klimaat Platform. Van 1998 tot 2010 was hij lid van de Tweede Kamerfractie van GroenLinks. Na zijn vertrek uit de politiek werd hij in 2011 lid van de Algemene Rekenkamer. Van 2017 tot 2022 was Vendrik Hoofdeconoom bij Triodos Bank. Van 2019 tot 2022 was hij daarnaast lid van de Eerste Kamer voor GroenLinks.



zoeken: ruim twee derde maakt zich zorgen over klimaatverandering, twee derde wil actie, twee derde wil graag meedoen maar weet niet hoe. Een heel krachtige aanwijzing dat mensen behoefte hebben aan handvatten en stevig overheidsbeleid. Dat is goed nieuws, want we moeten opschalen.

Zelf gaan we er ook actief op uit om meer mensen en groepen mensen te bereiken. Via onderzoek of directe dialoog willen we achterhalen waarmee we het stille midden van de bevolking, het deel dat iets zou willen doen maar niet weet hoe, kunnen helpen mee te doen. In dat kader hebben we het kabinet aangeboden om in enkele maanden tijd een programma te ontwikkelen voor de verduurzaming van tienduizend sportaccommodaties in Nederland. Uit gesprekken dit voorjaar met mensen uit de wereld van sport, gemeentes, geld en duurzame energie bleek dat het overgrote deel van de tienduizend sportaccommodaties in Nederland niet verduurzaamd is. Tegelijk heeft ongeveer de helft grote moeite het hoofd boven water te houden door de hoge gasrekening. Deze accommodaties spelen een essentiële rol in het bestaan van miljoenen Nederlanders, die daar wekelijks of vaker sporten.

Met deze actie willen we de energietransitie voor mensen tastbaar, letterlijk zichtbaar en haalbaar maken. En tegelijkertijd, door meer mensen aan de transitie te verbinden, op te schalen en te versnellen. Een stevig nationaal programma zou een schitterende win-win kunnen opleveren. Praktisch, met inzet van geld en expertise die duidelijk maakt hoe die kantines, voetbalvelden en belichting te verduurzamen zijn. Er zijn legio partijen die willen helpen.

Klimaat is voor mij zeker geen nieuw werkterrein. Het Klimaatakkoord werd vijf jaar geleden aan vijf tafels uitonderhandeld. Een daarvan was de Elektriciteitstafel. Die heb ik op verzoek van het vorige kabinet voorgezeten. En in mijn politieke tijd werkte ik voor een partij die klimaat, transitie, vergroening en het streven de economie een andere kant op te krijgen sinds de oprichting in 1989 als prioriteit in het partijprogramma heeft gehad. In koeienletters.

Klimaat is een rode draad in mijn werkzame leven. Ook toen ik bij Triodos Bank werkte, was het essentieel dat financieringen zouden bijdragen aan de transitie van economie en maatschappij. Mijn huidige werk is onderdeel van een continuüm: meters maken. Met de huidige aandacht voor het klimaat zijn we namelijk verschrikkelijk laat. We wisten al in 1989 - toen ik op de arbeidsmarkt kwam - hoe de staat van het klimaat was. Fossiele-energiebedrijven waren sinds de jaren vijftig al op de hoogte en hebben het geheimgehouden. Goed, we hebben vijfendertig jaar zitten prutsen en moeten de komende vijftien cruciale jaren het grootste deel van de transitie nog zien te realiseren. Dat vraagt om een forse omwenteling in de grote industrie, mobiliteit, gebouwde omgeving en landbouw, en dat vraagt om snel schaal te maken.

‘Transitie betekent onvermijdelijk dat we meer risico zullen moeten nemen dan we misschien geneigd zijn te accepteren of dan de modellen toelaten.’

Er zijn tegenstrijdigheden in de transitie. We gaan elektrisch rijden, maar de benodigde stroom komt uit kolencentrales. De winning van metalen, nodig om de energietransitie op gang te krijgen, veroorzaakt verlies van biodiversiteit. Dat is waar. Maar het zou echt contraproductief zijn als we, zolang de stroom uit kolencentrales komt, nog maar >

‘Banken en pensioenfondsen, vergeet je spreadsheet en keer weer terug naar de roots van het financieringsvak!’

niet elektrisch zouden gaan rijden. In de energiesector wordt hard gewerkt om kolencentrales uiteindelijk overbodig te maken. Een deel van onze energieopwekking is al schoon. Sommige dagen tikken we de 100% duurzame stroom al aan. Daarom is elektrisch rijden nu al schoner dan fossiel rijden. Ook hier draait het om schaal maken. Schaal levert kostenvoordelen waarvan iedereen profijt heeft.

Het heeft lang geduurd voordat we wind op zee gingen benutten. Tien jaar geleden sloten we in Nederland het Energieakkoord. Daarin zit een krachtig pad naar opschaaling onder de voorwaarde van kostenreductie. Inmiddels hebben we spotgoedkope windenergie in de aanbieding, al is dat lang niet helemaal onze eigen verdienste. Voor energie uit zonnepanelen geldt een vergelijkbaar verhaal. Uitstel van elektrisch rijden zou het algemene transitiepad vertragen en uiteindelijk financieel nadelig uitpakken voor ons allemaal.

Het andere punt, verlies van biodiversiteit door de winning van zeldzame metalen, is een zwaar issue, waarin ook het mensenrechtenperspectief meespeelt. Daarvan moeten we ons zeer goed bewust zijn. Mogelijk kan innovatie hier oplossingen bieden of de inzet van meer circulaire materialen. Het kan niet zo zijn dat wij hier een groene economie bouwen ten koste van mensen elders. Dit vraagstuk staat centraal in het IMVO-convenant voor internationaal maatschappelijk ondernemen. Ik heb het voorzitterschap daarvan aanvaard, omdat ik het een cruciaal vraagstuk vind voor de duurzame energiesector. Als die het vraagstuk van die internationale ketenverantwoordelijkheid niet serieus neemt, wie dan wel?

Duurzame energie gaat niet boven alles. Plaats niet zomaar windmolens midden in natuurgebieden. Houd rekening met biodiversiteit. Kijk bijvoorbeeld hoe de vogeltrek verloopt. Hier liggen terechte zorgen van de natuurbeweging. Bij de aanleg van nieuwe windparken hoort elke stap ecologisch verantwoord te zijn. Daag partijen uit om bij opdrachten voor de meest natuurinclusieve aanpak mogelijk te kiezen. Zorg tijdens de bouw van windparken letterlijk voor stilte en leg voorzieningen aan die helpen bij gebiedsherstel.

Deze interessante combinaties gaan ook op voor circulariteit. Steeds vaker wordt voor de bouw van windmolens circulair staal gebruikt. Het verbinden van meerdere opgaves is zo een heel belangrijk uitgangspunt geworden tijdens de transitie. Dit vraagt om een groot bewustzijn bij partijen, ook internationaal. Binnenkort vindt de klimaatop plaats in de Verenigde Arabische Emiraten. Daar gaat het mondi-

ale gevecht plaatsvinden over de vraag welke harde afspraken we op wereldschaal kunnen maken.

Feit blijft dat wij, westerse landen, historisch gezien veruit de meeste uitstoot zelf hebben veroorzaakt. Van alle CO₂ in de lucht, waar ook ter wereld, komt zo'n drie kwart uit Europa vandaan. Van economieën die wij en onze voorouders hebben laten draaien en runnen. Dat rechtvaardigt dat wij de eersten zijn die de transitie moeten maken en dat we onze toon moeten matigen naar landen die net beginnen met hun economische ontwikkeling en nog geen procent van onze welvaart hebben. Laten we die gebieden, als ze om ondersteuning vragen, helpen de fossiele stap over te slaan door technologie te delen, in plaats van het vermanende vingertje op te steken. Daar zijn goede mogelijkheden voor.

Waarschijnlijk is er voldoende kapitaal beschikbaar voor de energietransitie. Maar is dat ook voldoende goedkoop kapitaal? Financiering wordt steeds duurder. Het laatste ECB-rentebesluit helpt niet, evenmin als de inflatie die zijn tol eist in bijvoorbeeld de windenergiesector. De productiekosten, de CapEx, zijn met 30% gestegen en ook de financieringslasten nemen significant toe.

Toegang tot financiering kan nog een issue worden. Volgens financiers is er voldoende geld, maar ondernemers geven aan moeite te hebben om aan geld te komen. Ik ken de financiële sector en snap dat financiers nee zeggen tegen sommige ondernemingsplannen. Vanuit de financiële sector hoor ik echter ook dat de risk appetite van financiers niet altijd even hoog is. Ik word gelukkig van financial risk managers die de klassieke visie op transitieprojecten voorbij zijn en anders kijken. Deze transitietijd vraagt van financiers namelijk een open blik waarin zij meer risico's aangaan, ook al is niet volledig duidelijk hoe de markten en de rentabiliteit zich zullen ontwikkelen. Het klimaatcommitment in de financiële sector neemt gelukkig wel meer toe, met actieplannen om de CO₂-footprints van assets naar beneden te krijgen en dergelijke.

Financiële sector, ga daar alsjeblieft mee door! Banken en pensioenfondsen, vergeet je spreadsheet en keer weer terug naar de roots van het financieringsvak! Maak direct contact met wie en wat je wilt financieren. Financieren is een relatievak, geen Wall Street. Transitie betekent onvermijdelijk dat we meer risico zullen moeten nemen dan we misschien geneigd zijn te accepteren of dan de modellen toelaten. Ongemakkelijk, maar het kán niet anders als we een enigszins fatsoenlijke wereld willen nalaten.' ■

Goede systeemkeuzes doen ertoe

In de Mercer CFA Institute Global Pension Index 2023 bereikt Nederland opnieuw de koppositie. Nederland is net als Max Verstappen niet van het podium af te krijgen.

De vijftiende editie van de Mercer CFA Institute Global Pension Index laat zien dat aan de top blijven vraagt om aanpassingsvermogen. In 2023 zijn de pensioensystemen van Botswana, Kroatië en Kazachstan toegevoegd aan de index, waarmee het aantal landen op 47 is gekomen en de index bijna twee derde van de wereldbevolking meeneemt.

Nederland krijgt, samen met IJsland, Denemarken en Israël, de hoogste A-beoordeling: 'Een eerste klas en robuust pensioenstelsel dat goede uitkeringen oplevert, houdbaar is en een hoog niveau van integriteit heeft', aldus de opstellers. De index beoordeelt een pensioensysteem op drie criteria: (1) Levert het een goed pensioen? (2) Blijft dat zo in de toekomst? (3) Is het goed georganiseerd qua besturing, communicatie en kosten? Nederland scoort op alle terreinen goed, maar wint op organisatie en integriteit van IJsland en Denemarken.



Door **Alwin Oerlemans**, PhD, CFA, FRM, Head of Product Management bij APG Asset Management en Voorzitter van de Advocacy Committee van CFA Society Netherlands

Nederland krijgt echter ook advies: Nederlandse huishoudens hebben relatief hoge schulden. Met de stijgende levensverwachting is het nodig dat oudere werknemers langer aan de slag blijven. Ook moet er meer aandacht zijn voor de pensioenopbouw van ouders die thuis voor de kinderen zorgen en daardoor minder pensioen opbouwen. Niet voor niets was al eerder in OECD-onderzoek gewezen op de lagere pensioenen van vrouwen in Nederland. Introductie van een zogenaamd carer's pension credit, pensioenopbouw bij zorg voor kinderen, wordt aanbevolen.

Op het podium blijven, is een uitdaging. De index geeft beleidsmakers wereldwijd inzicht hoe ze hun pensioensysteem kunnen verbeteren, door een goede mix van staats-

pensioen en kapitaalgedekt pensioen via de werkgever, door het faciliteren van doorwerken bij stijgende levensverwachting, door degelijke en betrouwbare uitvoering van pensioenregelingen en door het bieden van een doorlopend pensioen en niet alleen een kapitaal op pensioendatum. Het systeem moet goed georganiseerd zijn, zodat mensen van hun oude dag kunnen genieten.

In een recente paper¹ van de wetenschappers Nick Chater en George Loewenstein constateren zij dat de oplossing voor maatschappelijke vraagstukken ten onrechte bij het individu wordt gelegd, zonder het systeem waarin het individu zich bevindt, te wijzigen. De resultaten van dergelijke interventies gericht op het individu zijn teleurstellend bescheiden. Het is belangrijk het systeem goed in te richten. De auteurs bevestigen het belang van aandacht voor het s-frame (systeem) in plaats van het i-frame (individu). Zij gaan hierbij onder andere in op maatschappelijke vraagstukken rond klimaatverandering, vervuiling door plastic, overgewicht en pensioenopbouw. In Nederland kunnen we hiervan leren, bijvoorbeeld bij pensioen voor zzp'ers en het goed inrichten van defaults bij keuzevraagstukken. Kern is dat in de uitwerking van het pensioensysteem de opbouw van een inkomen voor de oude dag tot stand komt voor alle inwoners. De scores in de Mercer CFA Institute Global Pension Index reflecteren deze logica. Landen kunnen van andere landen leren welke systemen succesvol zijn in een betrouwbare en houdbare inrichting van de ouderdagvoorziening.

Al sinds de start van de index in 2009 staat Nederland op het podium van de index. Daar blijven is topsport. Cruciaal daarvoor zijn aandacht voor het systeem en de rol van het individu daarin. In het nieuwe pensioenstelsel is dat een belangrijk element. Op naar de volgende 15 jaar! ■

¹ Nick Chater, George Loewenstein, The i-frame and the s-frame: How focusing on individual-level solutions has led behavioral public policy astray, Behavioral and Brain Sciences (in press).

Een stabiele, flexibele en duurzame pensioenpartner voor de lange termijn

Wouter Peters is sinds ruim een jaar Global Head van het CACEIS Pensions Centre (CPC) en Bestuurslid van de Nederlandse tak van CACEIS. Financial Investigator sprak met hem over zijn ambities voor het CPC, die niet alleen gelden voor Nederland, maar voor alle belangrijke Europese pensioenmarkten. Natuurlijk bleven andere relevante ontwikkelingen in de markten van pensioen en asset servicing niet onbesproken.

Door Harry Geels

CACEIS is onderdeel van Crédit Agricole Group. Wat betekent dat?

‘Ten eerste betekent dit dat we een ontzettend kapitaalkrachtige moeder hebben die waarde hecht aan stabiele businessmodellen en dito inkomensstromen. Specifiek voor CACEIS betekent dit dat we geen bovenmatige risico's nemen en daardoor voor onze partners een stabiele langetermijnpartner kunnen zijn. Ten tweede heeft de hele groep een zeer sterk ESG-profiel. We streven naar maatschappelijke impact en dat is inmiddels tot in alle lagen van de Groep, vanaf het bestuursniveau, doorgedrongen.

‘Het gekozen model moet flexibel genoeg zijn om met eventuele aanpassingen om te kunnen gaan, zonder meteen veel nieuwe kosten te moeten maken.’

Het ambitieniveau op het gebied van duurzaamheid is hoog en dat vertaalt zich naar de eisen die alle dochters meekrijgen. Overigens gaan de ambities over en weer. Het is niet alleen topdown. Wij, van de Nederlandse vestiging, dagen het bestuur van de Groep ook regelmatig uit. Ik dacht altijd dat wij in Nederland vooropliepen op het gebied van duurzaamheid. Dat is waar, als het om beleggen gaat, maar van hoe een groep op maatschappelijk niveau impact kan hebben, kunnen wij Nederlanders nog best wat leren.’

Waarom verruilde jij als COO vorig jaar Aegon AM voor CACEIS?

‘Ik ben vijftien jaar lang COO geweest, waarbij ik mijn kennis en kunde steeds heb ingezet voor één specifieke vermogensbeheerder. Ik kreeg nu de kans om mijn ervaringen te delen met veel meer en uiteenlopende ‘asset owners’. Er wordt dan meer van mij gevraagd, temeer daar CACEIS de hele keten tot aan het beleggen toe verzorgt. Het draait dan veel meer om vragen als hoe de serviceverlening beter gemaakt kan worden en hoe de systemen beter kunnen aansluiten op maatschappelijke ontwikkelingen, zoals het Wtp en duurzaamheid. Het sprak me verder aan dat CACEIS niet alleen ambities heeft in Nederland, maar in veel meer landen in Europa. Tot slot is CACEIS een grote internationale speler, waardoor er eventueel nog weer verdere ontwikkelingsmogelijkheden zijn.’

Wat is jullie strategie voor de komende jaren?

‘Wij zijn wat betreft onze kerndienstverlening, het bewaren en afwickelen van effecten, marktleider in Nederland als het gaat om het aantal klanten. Het bijzondere van de Nederlandse markt is echter dat er maar een paar partijen zijn die gezamenlijk meer dan 70% van de ‘assets’ hebben en deze hebben wij nog niet als klant. Onze ambitie is dat waar voorheen KAS BANK zich niet kon kwalificeren voor deze grote klanten, wij ons nu wél bij hen kwalificeren als betrouwbare langetermijnpartner.

We willen dus verder groeien, niet alleen bij pensioenfondsen trouwens, maar ook bij andere institutionele partijen als vermogensbeheerders, verzekeringsmaatschappijen, private equity-huizen, vastgoedbeleggers, brokers en private banken. Binnen het concern hebben we nu ook voor deze organisaties veel expertise en ervaring. We zijn hier de laatste jaren al gegroeid en de succesvolle

‘Een goede dialoog is belangrijk en daar worden alle partijen zich gelukkig ook steeds meer van bewust.’



samenwerking met onze nieuwe klanten sterkt ons in de groeiambitie. Voor de grote pensioenmarkten in Europa buiten Nederland – het VK, Duitsland en Zwitserland – zijn er ook aparte groeiambities geformuleerd. De ontwikkeling van het Global CACEIS Pensions Centre, het CPC, kan daarbij behulpzaam zijn.’

Welke ontwikkelingen zien jullie specifiek op de Europese pensioenmarkt?

‘Ondanks of, wellicht beter, dankzij de consolidatie blijft de pensioenmarkt een interessante markt voor aanbieders zoals wij. Mensen worden ouder, dus moet er meer gespaard worden voor de oude dag. Verschillende pensioenstelsels zijn daar nog niet optimaal op ingericht. Er komt bijvoorbeeld steeds meer aandacht voor het inzichtelijk maken van rendementen en kosten, niet alleen meer in Nederland. Als pensioenfondsen daar meer op gaan focussen, ontstaat er in de keten meer ruimte voor uitbesteding van alle kerntaken die ‘achter’ de frontoffice liggen.

De pensioenmarkt is natuurlijk ook constant in beweging, zoals met de eerder genoemde duurzaamheid en het Wtp. In het VK is er een ‘local government pension scheme’ opgezet, met een verplichte aansluiting. Een vergelijkend vraagstuk zien we in Nederland met de zzp'ers. Dit alles geeft ontzettend veel kansen en mogelijkheden. We zijn enthousiast over alle ontwikkelingen en er klaar voor om onze klanten te helpen bij alle nieuwe uitdagingen.’

Wat wordt de impact van de Wtp?

‘De impact van de Wtp is groot. Alle pensioenfondsen moeten kiezen tussen bijvoorbeeld de verschillende manieren van invaren, eventueel aansluiten bij een APF of een verzekeraar. We hebben bijna tachtig klan-

CV

Wouter Peters

Wouter Peters is sinds september 2022 Global Head van het CACEIS Pensions Centre (CPC) en Bestuurslid van de Nederlandse tak van CACEIS.

Hij geeft er invulling aan de ambitie het CPC in Europa verder op de kaart te zetten. Daarvoor was hij bijna tien COO bij Aegon Asset Management. Nog eerder was hij ruim vijf jaar COO bij Achmea Investment Management. Peters behaalde zijn Master of Econometrics aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

ten die allemaal op een manier één van de geboden opties moeten gaan inregelen. Dit gaat onze dienstverlening aan hen sterk beïnvloeden. Het is daarmee voor ons heel belangrijk dat duidelijk is wat onze klanten precies van ons gaan verlangen. Een goede dialoog is hierin enorm belangrijk en daar worden alle partijen zich gelukkig ook steeds beter van bewust. We zijn steeds meer in discussie met uitvoeringsorganisaties, fiduciaire managers, vermogensbeheerders, en de uitwisseling van gegevens tussen al deze partijen. Alles om te kijken wat het optimale model is.

Waar wij op aansturen is dat, als eenmaal alles is ingericht, de klant niet vastzit in een rigide model, maar dat het mogelijk is om door te ontwikkelen. Het Wtp is naar goed Nederlands gebruik een compromis en de praktijk zal straks aantonen dat zaken toch iets anders liggen. Het gekozen model moet flexibel genoeg zijn om met eventuele aanpassingen om te kunnen gaan, zonder meteen veel nieuwe kosten te moeten maken. Er wordt momenteel over en weer veel gepraat. Dat levert alle partijen nog niet veel op. Maar de kost gaat hier voor de baat uit. We zijn er uiteindelijk allemaal bij gebaat dat de Nederlandse pensioensector van hoogwaardige kwaliteit blijft.’

Wat is het CPC precies?

‘CACEIS heeft destijds KAS BANK gekocht >

omdat ze nog geen ‘footprint’ hadden op het gebied van pensioen. De structuur die KAS BANK daarvoor al had, vooral gericht op de Nederlandse markt, is nu verder uitgebreid, met een internationale focus. We kunnen nu pensioenoplossingen bieden voor alle belangrijke pensioenmarkten in Europa, in modulaire vorm, bijvoorbeeld met specifieke oplossingen voor de back-office, custody en settlement van transacties, onafhankelijke prestatiemetingen, risicomanagement, compliance monitoring, cliënt-management- en toezichhouders-rapportages, of portfoliomanagement-systemen voor de frontoffice. Maar binnen iedere module zijn er ook weer deelmodules. Wat betreft het portfoliomanagementsysteem kunnen we bijvoorbeeld positieoverzichten leveren, reviewen, modelleren, transacties initiëren, scenario's van (voorgenomen) transacties uitvoeren. De laatste jaren hebben we ook meer oplossingen voor de ‘voorkant van de operatie’, daar waar we vroeger meer aan de ‘achterkant’ zaten.

Onze data en rapportages zijn zo goed, dat de frontoffice ze gebruikt om beslissingen op te baseren. We positioneren ons als ‘consultatieve partner’ voor onze klanten. We zoeken vooral de aansluiting op hun uitdagingen. We werken daarbij vanuit één platform, waardoor er altijd consistentie is in de uitwisseling van data en rapportages.’

Wat betekent het CPC voor jullie klanten?

‘Wat klanten vooral zien is dat we partnerships voor de lange termijn willen aangaan. Met flexibiliteit, dus niet door een eenmalige oplossing te implementeren, maar door samen door te ontwikkelen en modules aan te passen aan de veranderende omstandigheden. We zijn nu bezig met de introductie van ‘succes managers’, die als functie hebben om goed te begrijpen waar de klant naartoe wil, zodat we de klant

‘We kunnen nu pensioenoplossingen bieden voor alle belangrijke pensioenmarkten in Europa.’

‘Dankzij de consolidatie blijft de pensioenmarkt een interessante markt voor aanbieders zoals wij.’

optimaal kunnen helpen diens doelstellingen te realiseren.

We kennen verder een ‘walk the floor’-model, waarbij we bij de klant ‘op visite’ gaan om iedereen, van de back- tot de frontoffice, niet alleen te begeleiden in de omgang met de systemen, maar ook om te horen wat er speelt om zodoende de samenwerking te optimaliseren. Naast de focus op de lange termijn is service een sleutelbegrip in onze dienstverlening. De positieve beoordelingen van onze klanten nemen de laatste jaren toe en daar zijn we blij mee, omdat de integratie van KAS BANK in CACEIS niet zonder slag of stoot heeft plaatsgevonden.’

Wat is de strategie van het CPC voor de komende jaren?

‘We gaan de komende jaren het CPC in Europa verder op de kaart zetten. We hebben met Blue Sky Group dit jaar een mooie grote ‘launching customer’ gehad, en de ambities gaan verder. We hebben recent onze CPC communicatie opgestart, in alle talen van de markten waar we actief zijn. We gaan verder de komende tijd meer commerciële ruchtbaarheid geven aan het CPC, middels interviews, roadshows et cetera. Ik wil daarnaast mijn steentje bijdragen aan duurzaamheid in het algemeen en klimaat, door discussies met andere bestuursleden, klanten en medewerkers.

Het proces van het transparant maken van duurzaamheidsimpact en -risico's is een proces dat nog volop in ontwikkeling is. We lopen hier in de markt al voorop, maar er is nog veel meer te doen, temeer omdat er ook steeds meer nieuwe regelgeving en maatschappelijke inzichten komen.

We denken ook dat we nog veel meer kunnen laten zien hoe de ene pensioenmarkt in Europa zich verhoudt tot de andere, bijvoorbeeld wat betreft kosten, soorten beleggingen en ESG-scores. Dit is behulpzaam voor onze klanten, maar ook voor andere stakeholders en waarschijnlijk zelfs de maatschappij. Ik durf te stellen dat we uniek gepositioneerd zijn om die stappen te zetten.’ ■

IN HET KORT

Asset servicing draait tegenwoordig veel meer om vragen als hoe de serviceverlening kan worden geoptimaliseerd en hoe de systemen beter kunnen aansluiten op maatschappelijke ontwikkelingen, zoals de Wtp en duurzaamheid.

Het optimale model voor asset servicing is niet rigide maar biedt mogelijkheden om door te ontwikkelen, zowel aan de achterkant als aan de voorkant van de operatie.

Een internationale focus is van belang voor de uitwisseling van best practices.

Wordt onbestuurbaar Nederland weer bestuurbaar?

De onbestuurbaarheid van de Europese Unie en Nederland wordt steeds zichtbaarder. De onderliggende oorzaken zijn minder duidelijk. Een aanzet tot meer inzicht in de oorzaken.

Elke organisatie, ook die van een land, heeft doelstellingen. In de Nederlandse democratie zijn de doelstellingen afgeleid van die van de Franse revolutie: vrijheid, gelijkwaardigheid en samenhang. Vervolgens zijn de doelstellingen geëvolueerd naar onze sociale democratie. Die staat onder druk. Grote groepen Nederlanders kunnen zich zaken als huisvesting en gezonde voeding niet veroorloven en dat is het gevolg van falend overheidsbeleid. Dit heeft consequenties voor de cohesie in de samenleving en de relatie tussen burgers en overheid. De afstand van de burger tot de overheid is groter geworden.

Hoe effectief een organisatie is in het realiseren van haar doelstellingen, wordt bepaald door de combinatie van structuur en cultuur.

De Nederlandse overheid en haar uitvoerders, de politici en het ambtelijk apparaat, zijn de afgelopen decennia steeds minder in staat gebleken om voldoende aan de basisbehoeften van de bevolking te voldoen. Hiervoor zijn velerlei oorzaken aan te wijzen, maar de belangrijkste is mijns inziens toch wel dat er geen duidelijke langetermijnstrategie is. Een consistent langetermijnbeleid, gestoeld op een visie, dat naar onderwerpen als energievoorziening, huisvesting, groeiende ongelijkheid in welvaart et cetera in samenhang kijkt, is er niet.

Wat er wel is, is het geven van prioriteit aan partiële wensen die in de publieke opinie goed scoren. De gevolgen voor het grotere geheel aan noodzakelijke voorwaarden worden dan onvoldoende meegenomen. Kijk naar de stikstoflockdown en de grote gevolgen voor huisvesting en welvaart. Of de elektrificatie van onze samenleving.

Hoekstra claimt in 2040 een CO₂-neutrale Europese Unie te realiseren, maar de researchafdeling van de Europese Commissie heeft in 2021 een rapport gepubliceerd waarin ze aangeeft dat dit niet haalbaar is. Ook dan zal het grotendeels uitschakelen van fossiele brandstoffen om CO₂-neutraal te worden nog steeds mogelijk zijn, maar wel met hele grote gevolgen voor onze welvaart.

Dit is een voorbeeld van een blik op de werkelijkheid vanuit een partiële analyse van wat er in onze wereld nodig is. De consequenties van zo'n wens die gestoeld is op een partiële analyse worden zelden of nooit voldoende zichtbaar gemaakt. Dat maakt het moeilijk voor de burgers om te overzien wat de steunbetuiging aan dergelijke deeldoelstellingen voor hen inhoudt. Kiezen tussen deeldoelen is nu eenmaal noodzakelijk. Hiervoor moet de politiek de burger betere informatie geven dan nu meestal het geval is.

Deze partiële benadering van de samenleving is op zich niet nieuw. Echter, na een aantal decennia waarin de cohesie tussen deelmaatregelen steeds minder is geworden, heeft dit geleid tot een jungle van wetten en regelgeving. Onbestuurbaarheid is de nieuwe werkelijkheid geworden. In dat opzicht is het initiatief van Pieter Omtzigt om het sociale contract tussen overheid en burgers te herzien niet alleen moedig, maar ook noodzakelijk. Een sociaal contract is het grondvest voor de structuur van de organisatie van ons land. Een duidelijker structuur is een noodzakelijke, maar niet voldoende voorwaarde voor bestuurbaarheid.

We zullen moeten werken aan een cultuur waarin we onze eigen overtuigingen en belangen in het perspectief van het grotere plaatje bezien. Een menswaardige samenleving waarin we de vrijheid hebben om van mening te verschillen, maar waarin we wel accepteren dat er op deelgebieden ook ons niet welgevallige, pijnlijke keuzes gemaakt moeten worden. Zo niet, dan bewandelen we een doodlopende weg. ■



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

Is private debt schokbestendig?

Door Ronald Bruins Fotografie Cor Salverius



Dat de private debt-markt aan populariteit wint en groeiende is, hoeft de deelnemers aan deze Ronde Tafel niet te worden verteld. Toch is het de vraag wat de zorgen over het gestegen rentepercentage en de inflatie doen met die markt. Is private debt schokbestendig? Op die vraag antwoordden de deelnemers unaniem ja.

Wat zijn de belangrijkste trends en ontwikkelingen geweest in de private debt-markten, wil voorzitter Hans de Ruiter, CIO bij het pensioenfonds van TNO, weten. George Konings van Aegon Asset Management, reageert als eerste. 'De belangrijkste verandering in Europa is de voortdurende verschuiving van bancaire kredietverlening naar institutionele kredietverlening. Denk aan verzekeraars en pensioenfondsen. Banken trekken zich meer en meer terug. Ook in de middenmarkt en in de markt van leningen voor het midden- en kleinbedrijf zien we die ontwikkeling. Er is een groeiend bewustzijn onder bedrijven dat er naast de bank alternatieven zijn om geld op te halen.'

Alexandra Tixier van Allianz Global Investors wijst op de snel gestegen energieprijzen en de inflatie. 'Deze elementen hebben bedrijven de afgelopen twee jaar hard getroffen. Dit leidde tot de vrees voor een wereldwijde recessie in 2022. Daarbovenop kwamen de hogere rentetarieven en het einde van het tijdperk van goedkoop geld. Als gevolg daarvan is ook de private debt-markt opnieuw geprijsd. Alleen gaat deze nieuwe prijsbepaling langzamer dan op de publieke markten. We zijn daarom veel selectiever en voorzichtiger geworden in onze kredietselectie en onze sectorale due diligences. We hebben ook investeringskansen afgewezen waar die nieuwe prijzen nog niet zijn verwerkt.'

Correctie van waarde

'Er is een goed momentum voor private debt', vervolgt Tixier. 'De wereldwijde waardecorrectie biedt kansen. Bijvoor-

beeld in betere onderhandelingsvoorwaarden, strengere documentatie, geringere speelruimte in convenanten en een lagere netto leverage bij closing.'

Remko van der Erf van ICG: 'We zien zeker een markt waar de returns significant omhoog zijn gegaan. Bij onze senior debt business bijvoorbeeld behalen we nu percentages van 12%. Wij zien dat als subordinated returns voor senior risk.'

Daarnaast ziet Van der Erf dat partijen in de private debt-markt grotere deals aankunnen. 'We zitten nu aan tafel bij ondernemingen met een EBITDA van € 100 miljoen tot € 200 miljoen en kunnen hen een kapitaaloplossing bieden, zonder het risico te lopen van een concentratie. Kortom, ik denk dat het private debt-instrument echt institutioneel is geworden. Het is daarmee een grote concurrent voor de gesyndiceerde leningenmarkt. We kunnen nu betere deals sluiten en hebben een flinke stem in de uitleenmarkt. De competitie met de publieke markten is voor de toekomst interessant om te volgen. In de nieuwe dynamiek zullen we ook vaker clubdeals tussen direct lenders zien, net zoals dat in de Amerikaanse markt gebeurt. Want leningen groter dan € 750 miljoen zijn voor een enkele partij niet op te hoesten, rekening houdend met concentratierisico's.'

Gediversificeerde leningen

Stuart Hitchcock van LGIM Real Assets wijst erop dat de IG-markt voor onderhandse leningen al tientallen jaren bestaat. En, in het geval van de Amerikaanse corporate-markten, al sinds het midden van de vorige eeuw. Volgens hem zijn er een paar belangrijke redenen voor de populariteit en groei van onderhandse leningen: 'De eerste komt vanuit de lener. De bekendheid met onderhandse markten is de afgelopen decennia aanzienlijk toegenomen. Daarnaast is er een grotere wens om te kunnen putten uit een gediversificeerde groep geldschieters. Immers, het is een verstandige financieringsstrategie om een institutionele groep geldschieters te hebben voor het langetermijnkapitaal en een bankgroep voor algemene operationele en kortetermijnkredietbehoeften. Ten tweede zien beleggers de waarde van diversificatie voor hun eigen >

Voorzitter:

Hans de Ruiter,
Pensioenfonds TNO

Deelnemers:

Remko van der Erf,
ICG
Stuart Hitchcock,
LGIM Real Assets
George Konings,
Aegon Asset Management
Murtaza Merchant,
MV Credit (an affiliate of
Natixis IM)
Torben Skødeberg,
Capital Four
Alexandra Tixier,
Allianz Global Investors



VOORZITTER

Hans de Ruiter

Hans de Ruiter is sinds 2012 CIO van Pensioenfonds TNO. Hij is daarnaast onder meer Bestuurslid bij Pensioenfonds Achmea en PMT, en Senior Lecturer Finance bij Nyenrode Business Universiteit.



Remko
van der Erf

Remko van der Erf is Managing Director bij Intermediate Capital Group (ICG) en verantwoordelijk voor de Benelux-regio. ICG financiert sinds 1989 middelgrote Europese bedrijven en was in 2012 een grondlegger van de huidige Europese direct lending-markt. Van der Erf heeft in zijn carrière ruime ervaring opgedaan in alternative credit bij Robeco en Van Lanschot Kempen.



Stuart
Hitchcock

Dr. Stuart Hitchcock is Head of Portfolio Management, Private Credit voor LGIM, waar hij sinds 2018 werkt. Hiervoor was hij Managing Director en Head of International Origination bij New York Life Investors. Eerder werkte hij 11 jaar bij RBS. Hitchcock heeft een PhD (Southampton), een MSt (Oxford), een Executive MBA (Cambridge) en een FCT (Association of Corporate Treasurers).



George
Konings

George Konings is Senior Portfolio Manager in het Alternative Fixed Income-team van Aegon Asset Management. Voordat hij naar Aegon Asset Management kwam, was hij werkzaam bij Rabobank binnen Debt Capital Markets en Corporate Finance Advisory. Konings heeft een Master in International Law en Corporate Law (beide Universiteit Leiden) en een Executive MBA (Rotterdam School of Management, Erasmus University).



Murtaza
Merchant

Murtaza Merchant is Managing Partner en Co-head of Business Development van MV Credit (onderdeel van Natixis Investment Managers), waar hij in 2006 begon. Tevens is hij lid van het Management Committee en het Investment Committee, waar hij bij MV Credit kwam, was Merchant Investment Manager bij IFIC in Koeweit en Senior Auditor voor BDO.



Torben
Skødeberg

Torben Skødeberg is Portfolio Manager, President en Co-Founder van Capital Four. Hij is tevens lid van het Investment Committee voor Private Debt, Leveraged Loans en High Yield. Daarvoor was hij bij Nordea Investment Management verantwoordelijk voor het dagelijkse portefeuille-beheer van een aantal high yield/hedge fund-portefeuilles en was hij Research Analyst. Eerder werkte hij bij SEB Asset Management in Kopenhagen en Nordea Group Treasury.



Alexandra
Tixier

Alexandra Tixier is sinds 2017 Director, European Private Debt team bij Allianz Global Investors. Ze geeft leiding aan de nieuwe impact private credit-strategie in ontwikkelde markten. Voordat ze bij AllianzGI kwam, werkte ze in het direct lending-team van Tikehau Capital. Ze begon haar carrière in herstructureringsadvies bij PwC.

portefeuilles, waardoor ze toegang krijgen tot een breed scala aan hoogwaardige kredieten en profiteren van structurele bescherming. Private illiquide assets vormen een flinke aanvulling op zowel bank- als overheidskapitaal. Investeerders zijn steeds flexibeler geworden in de omvang en structuur van hun financieringen.'

Murtaza Merchant van MV Credit ziet de Europese markt meer naar zijn evenknie in de Verenigde Staten toegroeien. 'Dat is gebeurd in de afgelopen tien jaar. De VS hadden altijd een hogere penetratie van institutionele beleggers in de private markten dan Europa. Je ziet nu dat die regio's meer op elkaar gaan lijken.'

It fits them well

Merchant constateert ook dat de markt zich in de afgelopen twaalf maanden heeft ontwikkeld van een lenervriendelijke naar een uitlenervriendelijke markt. 'Natuurlijk, er heeft wat herbalancing plaatsgevonden in de prijzen en in de voorwaarden voor een leverage. Ook was het volume aan leningen in de afgelopen twaalf maanden lager vanwege de macro-economische situatie. Maar dan nog zijn de percentages van de returns vrij hoog en neemt de vraag naar private debt nog steeds toe als percentage van het totaal aan leningen.'

Torben Skødeberg van Capital Four reageert: 'De private debt-markt is volwassener geworden. We zien dat onze klanten meer van deze asset class willen hebben in hun portefeuille, omdat ze deze daarmee kunnen optimaliseren. Vanuit het perspectief van risico-returns en het perspectief van diversificatie is het een goede aanvulling. It fits them well.' Toch moeten we volgens hem de volwassenheid van de Europese private debt-markt in perspectief zetten. 'Het is ongeveer een vierde van wat nu de Amerikaanse markt is, terwijl de twee regio's qua bnp grofweg dezelfde omvang hebben. In Groot-Brittannië is de groei het grootste, terwijl die in de Benelux, Frankrijk, de Nordics en de DACH-regio achterblijft, hoewel de groei in de Benelux relatief gezien groot is. Je kunt zeggen dat we in Europa al een lange weg hebben afgelegd, maar het banktaandeel in private leningen is nog steeds vrij groot.'

Niet meteen een voorkeur

Voorzitter De Ruiters wil weten of leners een voorkeur hebben voor de private of de publieke debt-markt? Hitchcock: 'Ik denk niet dat er een directe voorkeur is. Afhankelijk van de kredietwaardigheid van een lener, die bepalend kan zijn voor toegang tot de markt, en je specifieke financieringsbehoeften als bedrijf, kijk je waar de opties liggen. De publieke en private debt-markten zijn in dit opzicht complementair aan bankleningen. Als lenend bedrijf kun je een specifieke reden hebben om een private markt aan te boren. Je hoeft immers geen publieke credit-rating te hebben en je kunt op maat gemaakte aflossingsprofielen opstellen die misschien niet beschikbaar zijn op publieke of bankmarkten. Daarnaast kun je zowel het inkomen beter afstemmen als het herfinancieringsrisico beter beheersen. Je hebt ook minder last van de risico's van herfinanciering. En in private markten kun je de financiering beter afstemmen op je verplichtingen.'

Ook Merchant ziet voordelen. 'Je bent als onderneming niet afhankelijk van een bank en je hebt geen last van events op de financiële markten. Dat soort aspecten worden echt gewaardeerd door ondernemingen.'

Vergelijking VS en Europa

Van der Erf vergelijkt de markten in de VS en Europa met elkaar. 'De Amerikaanse markt voor private debt heeft een lange historie en is daardoor volwassener. Maar daar heb je als investeerder dus ook veel concurrentie bij de deals. Bijna alle deals zijn gedeelde deals, waardoor je ook veel participanten hebt waar je mee moet afstemmen. De dynamiek in de EU gaat veel meer over directe leningen. De situatie van vraag en aanbod is in Europa gunstiger voor ons.'

Hitchcock: 'Financieringen nemen verschillende vormen aan. Van deals met één investeerder tot meer gesyndiceerde uitgiftes. De concurrentie voor private financiering van hoge kwaliteit kan hevig zijn. Maar dit is ook positief, omdat het een weerspiegeling is van de breedte van de markt. Voor beleggers die multi-asset-class-beleggingsstrategieën willen hantieren, kan de mogelijkheid om te beleggen in verschillende asset classes – bedrijven,

‘Het private debt-instrument is echt institutioneel geworden. Het is daarmee een grote concurrent voor de gesyndiceerde leningenmarkt.’

infrastructuur, vastgoed en alternatieven – van grote toegevoegde waarde zijn. Je kunt namelijk kapitaal alloceren naar waar de beste kansen liggen. Je voelt niet de druk om te moeten beleggen in bepaalde sectoren waar te veel geld achteraan zit.'

Konings: 'Ja, specifieke nationale en lokale kennis is nodig om adequaat door moeilijke omstandigheden heen te navigeren. Het aantal deals dat je kunt doen is groot, maar het is van belang kwalitatief de juiste transacties te sourcen. Daarnaast kun je in deals waar minder concurrentie is, gunstigere voorwaarden structureren. Inderdaad, dan heb je een goede manager nodig om te bepalen welke voorwaarden er bij een deal haalbaar zijn.'

Lokale kennis van managers

Welke mogelijkheden in private debt lijken het meest aantrekkelijk, wil voorzitter De Ruiters weten. Skødeberg: 'We kiezen voor die terreinen waar we het beste met de uitgevers van private debt kunnen samenwerken, om zo de beste resultaten voor onze cliënten te realiseren. Een groot deel van die mogelijkheden zien we in posities voor senior gedekte leningen met een lage schuldenlast. Dat is een eenvoudige, minder risicovolle en minder complexe beleggingsstrategie. Deze sluit goed aan bij veel pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen in Europa. Wat betreft rendement ziet het er zeer aantrekkelijk uit in vergelijking met andere illiquide asset classes in de private markt. We zien er momenteel rendementen van 11 tot 12%.'

Merchant: 'Veel van de performance wordt geleverd door de managers van fondsen en hun kennis van de lokale en regionale situatie. Geografisch gezien hebben bij ons ontwikkelde markten de >

voorkeur.' De Ruiters: 'Is het dan een top-down of een bottom-up spel?' Merchant: 'Het belangrijkste is de kredietsterkte en daarna volgt natuurlijk ook het macro-economische risico. Je hebt een ervaren manager nodig die beide elementen goed kan inschatten.'

Van der Erf raadt senior debt aan. 'Wij zien momenteel in de upper mid market de beste kansen, omdat dit segment voor veel kleinere direct lenders te uitdagend is om als sole lender op te treden terwijl sponsors dit segment steeds vaker opzoeken nu de gesyndiceerde leningenmarkt is stilgevallen. Minder aantrekkelijk voor ons is infra debt, omdat de kredietopslagen daar lager zijn doordat er veel aanbod van kapitaal is, onder andere van traditionele partijen zoals banken. Real estate debt vinden wij ook interessant, maar daar moet je goed kijken of het sterke assets zijn en of er sterke huurders in het vastgoed gevestigd zijn.'

Megatrends

'Not losing money is the major game and the best deal is a repaid deal', beschouwt Van der Erf. 'Maar je kunt een faillissement nooit helemaal uitsluiten. Dat is onmogelijk.'

Hitchcock herkent het streven: 'Geld verliezen is het laatste wat je wilt. De mantra voor mij is krediet, structuur en prijsstelling. Oftewel: selecteer krediet van goede kwaliteit en in private markten kunnen beleggers profiteren van structurele beschermingen. Die kunnen helpen om de neerwaartse risico's te beheren als een belegging niet presteert zoals verwacht.'

Hitchcock ziet vier megatrends die private debt-investeerders kunnen gebruiken om hun beleggingen in de toekomst te sturen. 'Demografie, decarbonisatie, digitalisatie

en deglobalisatie: we moeten die megatrends analyseren en kijken waar de kansen en risico's liggen.'

Markt voor duurzaam en impactgericht beleggen

Tixier ziet belangrijke kansen ontstaan aan de ESG- en impactkant. 'De kloof tussen de VS en Europa op het gebied van private debt is kleiner geworden aan de financiële kant, maar wordt groter aan de kant van duurzaam beleggen. Vooral door regelgeving hebben Europese limited partners en general partners een duidelijke voorsprong op het gebied van ESG en duurzaam beleggen. De grootste LP's en GP's hebben belangrijke, publieke toezeggingen gedaan om op net zero uit te komen. Een groeiend aantal duurzame en impactstrategieën ondersteunen het pad naar net zero. Deze stellen eindbeleggers in staat om hun doelstellingen voor decarbonisatie te behalen. We zien ook dat kredietnemers zich steeds meer bewust worden van ESG-kwesties. Ze zijn meer dan ooit bereid om hun informatiever-schaffing te verbeteren. Sommigen van hen verplichten zich tot jaarlijkse verbeteringsdoelen bij het ontwikkelen van duurzaamheidsgerelateerde leningen. Een van onze prioriteiten is dan ook om in te spelen op de groeiende vraag van onze klanten naar Artikel 8- en Artikel 9-fondsen. Op beide gebieden werken we aan de ontwikkeling van direct private credit duurzame en impactstrategieën.'

Kansrijke sectoren

'Er zijn veel veelbelovende mogelijkheden in alle private asset classes', zegt Hitchcock. 'Allereerst is er een algemene beweging naar meer institutionele beleggingen in deze categorie. Dat op zich creëert al kansen. Maar als we nadenken over de megatrends die ik eerder noemde, kunnen we hoogwaardige kansen verwachten in veel sectoren. Bijvoorbeeld: bedrijfsmatige investeringen in huisvesting en gezondheidszorg om de demografische dynamiek te ondersteunen. Denk ook aan milieuverbetering in de infrastructuur door transport CO₂-vrij te maken en verder te investeren in hernieuwbare energie. Ook digitalisering door de uitrol van glasvezelnetwerken is zo'n kans. We zien daarnaast een verdere ontwikkeling van milieu- en natuurgerelateerde finan-

'Demografie, decarbonisatie, digitalisatie en deglobalisatie: we moeten die megatrends analyseren en kijken waar de kansen en risico's liggen.'

ceringen zoals debt-for-nature. Daarbij ondersteunen investeerders lokale investeringen in milieubeschermingsmaatregelen. In de vastgoedsector komen er kansen in woningen en specifiek studentenhuisvesting. In de context van de globalisering zien we duidelijk kansen in de industriële en logistieke sector.’

Van der Erf wijst op het gevaar van managers in de private debt-markt met een korte staat van dienst. ‘Sommigen zijn minder dan vijf jaar op hun post en hebben dus nog nooit een recessie gezien. Hoe gaan zij onderkennen dat ondernemingen in zwaar weer verkeren en hoe acteren ze daarop? Hebben ze de expertise om een onderneming succesvol te kunnen herstructureren?’

All weather-strategie?

Die vraag brengt voorzitter De Ruiter tot een vervolg. ‘Is private debt een all-weather-strategie?’ Tixier: ‘Ja, private debt moet een strategische allocatie in de portefeuille hebben. Afhankelijk van het tijdstip waar we ons in de kredietcyclus bevinden, kun je de allocatie verhogen of verlagen. Deze asset heeft nogal wat stormen doorstaan, zoals Covid-19 en Brexit. Echter, ook nu zijn er enkele donkere wolken aan de lucht. S&P verwacht een stijging van het wanbetalingspercentage op leningen als gevolg van de stijgende rente, de stijgende inkoopkosten en de vertragende groei. Wij verwachten dus dat de beleggingscategorie moeilijke tijden tegemoet gaat. Er is tot nu toe geen bewijs dat de turbulentie groter wordt dan in publieke markten. We verwachten ook dat het gat tussen vermogensbeheerders die hun kredietselectie wel en niet op orde hebben groter wordt.’

Ook Konings vindt het een all-weather-strategie. ‘Vanuit een investeringsperspectief heeft private debt specifieke voordelen tijdens een down-turn. Alternatieve kredietbronnen kunnen opdrogen waardoor je onderhandelingspositie versterkt. Dat opent de deur voor aantrekkelijke voorwaarden. Daarnaast worden in een economische recessie de prijzen van private leningen doorgaans minder beïnvloed. Het aardige is ook dat institutionele beleggers hun geld aan het werk kunnen zetten in vooraf gedefinieerde gebieden

‘Vooral door regelgeving hebben Europese limited partners en general partners een duidelijke voorsprong op het gebied van ESG en duurzaam beleggen.’

zoals de geografieën of sectoren waar hun eigen klanten actief in zijn. Zo kunnen zij indirect de eigen achterban helpen. Kortom, je bent als institutionele belegger aan het financieren in je eigen achtertuin. Dit benadrukt overigens nogmaals het belang van het selecteren van de juiste manager, gezien potentiële reputatie-issues dicht bij huis.’

Kostenratio

‘Rechtstreeks lenen van private debt-investeerders is veel efficiënter. Het kent lagere totale kosten voor de maatschappij dan lenen via banken’, merkt Skødeberg op. ‘De kostenratio bij banken is ongeveer 50%. Voor een onderhandse lening met een rendement van 11 of 12% zijn de beheerkosten 1% of minder, omdat er veel minder frictie is. Tegelijkertijd heb je geen asset liability mismatch. Kortom, voor een relatief laag bedrag krijg je toegang tot een beleggingscategorie die vanuit maatschappelijk oogpunt zeer efficiënt geprijsd is.’

Hitchcock: ‘Daar ben ik het mee eens. De werkelijke kosten van het opzetten van >



private debt zijn, vooral aan de bovenkant van het kredietspectrum, relatief gezien heel laag. Als kredietverstrekker neem je in wezen de voorwaarden die je al hebt met bankkrediet en die vertaal je naar een lening. Mogelijk tot vijftig jaar voor een private leningovereenkomst.’

Zeker een goede tijd

‘Is het een goed moment om de markt in te stappen?’ vraagt De Ruiter. ‘Of moeten we wachten?’ Konings: ‘Nu is het zeker nog steeds de tijd om in te stappen. Als er een economische neerwaartse spiraal komt, zijn er nog steeds aantrekkelijke gebieden om in te investeren. Private debt blijft groeien, is mijn overtuiging. Ook omdat banken zich blijven terugtrekken uit private debt. Dat biedt kansen voor institutionele beleggers. Ik denk dat meer aanbieders zich tot deze markt wenden, waarmee ook de keuze voor leners toeneemt. En dat maakt het instrument private debt weer populairder. Als ik naar ons eigen bedrijf kijk, dan zijn private debt- en het alternative fixed income-team twee pijlers onder onze beleggingsstrategie.’

Hitchcock: ‘Wij zijn buy and hold-beleggers die voor de lange termijn beleggen. We zullen dus door de economische cyclus heen blijven beleggen. Immers, we zijn op zoek naar beleggingen in kredieten van goede kwaliteit die een relatieve waardebasis hebben ten opzichte van alternatieve beleggingscategorieën zoals beursgenoteerde obligaties. Economische ruis op de korte termijn mag dus niet afleiden van een goede investering. Op dit moment ben ik, ondanks het risico van een recessie, bullish. Dat mede gezien de aantrekkelijke rendementen in niet-cyclische kredieten van hoge kwaliteit die we zien in de investment grade private credit.’

Een mooie yield

Hitchcock benadrukt het belang van goede underwriting. ‘Wij zijn kredietin-

vesteerdens en willen investeren in schokbestendige assets voor onze klanten. Kredietanalyse van hoge kwaliteit, het opstellen van goede kredietdocumentatie met goede beschermingsmaatregelen en het behalen van een passend rendement zijn essentieel. Wat is dan het te verwachten rendement, vraagt De Ruiter zich af. Van der Erf: ‘Ik kan niet in de toekomst kijken, maar we hebben twaalf first lien, senior secured deals gedaan in Europa dit jaar. Deze zaten met hun rendement allemaal tussen de 11,5 en 12,5%. Ik denk dat dat een mooie yield is voor senior risk. We hebben ook teams die naar achtergestelde leningen kijken. Daar zie je nu zelfs rentes tussen de 15 en 18%. Maar daar moet je zo mogelijk nog beter je huiswerk doen, omdat je niet vooraan in de rij wilt staan bij een onverhoopt faillissement.’

Hitchcock: ‘In het investment grade-spectrum zien we momenteel returns van 5,5 tot 8%.’ Skødeberg: ‘Dit is een prachtige beleggingscategorie, vooral als je flexibel kunt zijn. In welke sectoren beleg je meer of minder? We zijn relatief sector-onafhankelijk, maar over het algemeen zijn we als kredietbeleggers huiverig voor sectoren die worden gedomineerd door enkelvoudige risicofactoren. Denk aan energie, grondstoffen, scheepvaart en vastgoed. In het huidige klimaat met meer prijsdruk op consumenten zijn we ook voorzichtig met consumentengoederen.’

Neutraal tot licht negatief

De Nederlandse transitie van een defined benefit- naar een defined contribution-pensioensysteem komt aan bod. ‘Deze is meer gebaseerd op een life cycle-benadering’, legt De Ruiter uit. ‘Wat betekent deze verandering voor private assets en private debt in het bijzonder?’ Van der Erf: ‘We hebben het met onze cliënten over de gevolgen van die overgang. Het geluid dat ik daar krijg, is dat het neutrale tot licht negatieve gevolgen heeft voor deze asset class. Er is nog steeds ruimte voor collectief vermogensbeheer en illiquide beleggingscategorieën. Echter, je zult over die categorieën meer transparantie moeten betrachten richting de pensioenpotjes van de deelnemers van een pensioenfonds. Dat gaat bijvoorbeeld over de beheerkosten van de betreffende beleggingscategorie. Die kosten zijn over

‘Private debt is van een lenersvriendelijke naar een uitlenersvriendelijke markt gegaan.’

het algemeen hoger bij illiquide beleggingscategorieën dan bij liquide beleggingscategorieën. Simpelweg omdat het veel arbeidsintensiever is om in diverse Europese landen op zoek te gaan naar directe leningen dan instrumenten die direct op de beurs verhandelbaar zijn te kopen. Tegenover die hogere kosten staat dan wel een hoger rendement. Het is evenwel de vraag of het wordt begrepen als je de management fee van een ETF tegenover die van een private debt-manager zet. Zo bezien kan deze asset class als duur te boek komen te staan.’

Assets moeten passen

Ook Tixier voorziet een verandering. ‘Onderzoek toont aan dat we gemiddeld een daling zien in investeringen in producten met een lange looptijd en een stijging in producten met een hoger rendement, zoals onderhandse leningen. Daarbij komt dat jongere mensen eerder willen beleggen in illiquide producten met een hoger rendement.’ Merchant: ‘Ik stuurde deze vraag naar mijn Nederlandse collega. Ik kreeg als antwoord: er is geen gemiddeld Nederland pensioenplan. Dat is vergelijkbaar met de Britse pensioenmarkt, waar ook een grote verscheidenheid is. Alhoewel ik de Nederlandse markt collectiever inschat.’

Amerikaanse pensioenfondsen beleggen doorgaans in private debt met leverage, constateert Van der Erf. ‘Daar waar institutionele beleggers in Europa die leverage juist niet willen. In Europa zijn de pensioenpotten redelijk gevuld en daardoor kan men met een lager rendement en risico genoeg nemen, terwijl in de VS de dekkingsgraden dusdanig laag zijn dat pensioenfondsen bereid zijn om hogere risico’s te nemen, om kansrijk te blijven om op de lange termijn aan hun verplichtingen te kunnen voldoen.’

Creatieve markt

ESG mag niet ontbreken in de private debt-discussie. Het laatste blok van de Ronde Tafel is daarvoor ingeruimd. Tixier: ‘We zien een groeiende vraag van beleggers naar verbeterde transparantie en meer gedetailleerde rapportage, en een honger naar Artikel 8- en Artikel 9-SFDR-fondsen. Op het gebied van duurzaam beleggen is de markt zeer innovatief met

‘Rechtstreeks lenen kent lagere totale kosten voor de maatschappij dan lenen via banken.’

nieuwe instrumenten zoals sustainability linked loans. Deze instrumenten stimuleren de lener om vooraf bepaalde duurzaamheidsdoelstellingen te behalen. De marge wordt verlaagd als de lener de drempel voor duurzaamheidsprestaties haalt. Mocht deze het niet halen, dan gebeurt het omgekeerde.’

Ondanks de creativiteit blijft het verzamelen van gegevens op het gebied van ESG een uitdaging. Tixier: ‘Bedrijven zijn qua mensen en instrumenten nog niet volledig toegerust om de toenemende complexiteit van ESG adequaat aan te pakken. Sterker nog, de regelgeving op sommige gebieden is nog niet eens uitgekristalliseerd of consistent. Bovendien is er geen duidelijke definitie voor beleggers van wat een duurzame belegging is. Daardoor ligt greenwashing op de loer.’

Specifieke manier van navigeren

Konings constateert dat grote ondernemingen vaker een flinke set aan data overleggen, maar dat middelgrote en kleine bedrijven minder gegevens hebben. ‘Dat maakt het moeilijker om die middelgrote en kleine bedrijven te analyseren vanuit ESG-perspectief. Een bottom-up kredietonderzoek kan beleggingskeuzes belonen, aangezien ESG-risico’s fundamentele risicofactoren zijn die doorgaans pas op de middellange of lange termijn naar voren komen. Vooral voor kredietverstrekkers met een langere horizon, zoals private kredietverstrekkers, is dit van cruciaal belang.’

De Ruiter reageert daarop met een conclusie. ‘ESG begon met het weghalen van slechte beleggingen uit de portefeuille. Nu ligt de focus veel meer op het bereiken van een positieve invloed. Dat zie je in de private markten terug bij private equity-fondsen die zich specifiek op impact richten. Verwachten jullie een dergelijke ontwikkeling ook bij private debt?’ Van der Erf: ‘Ja, ik denk dat we die ontwikke- >

ling ook door gaan maken. Bij private equity zijn er ongeveer tweehonderd fondsen die zeggen dat ze zich richten op het realiseren van impact. Dat cijfer geeft meteen het probleem aan. Sommige fondsen zeggen weliswaar dat ze impact hebben, maar bij hen ontbreekt het aan geloofwaardigheid. Er is ook geen uniform raamwerk of een eenduidige definitie waar je deze fondsen op kunt beoordelen. Iedere private debt-manager komt daarom met zijn eigen ESG-statistieken. Daarmee zit het onderwerp ook dicht aan tegen de integriteit van de fondsmanager die de criteria voor impact hanteert. Als belegger is het dus van belang om verder te kijken dan wat er op het label staat om niet in de valkuil van greenwashing te stappen. Echter, dat er een grote vraag is naar impactfondsen, dat is duidelijk.

Nog voldoende upside?

Skødeberg grijpt terug naar de lessen van school. 'Daar leerden we dat in aandelen een portefeuille met 20 tot 25 namen genoeg is om het risico te spreiden en toch genoeg upside te hebben voor een mooi rendement. Hetzelfde principe geldt voor impactfondsen in private equity. Maar binnen private debt heb je als kredietbelegger meer diversificatie nodig om het gebrek aan opwaartse risico's te compenseren.' Hij zegt dat hij uitgebreid samenwerkt met zijn ESG-team om de onderliggende transacties te analyseren. 'Dat werk is ook een antwoord op ESG-verzoeken van klanten. Ze hebben veel vragen waarmee we ze helpen. Ze willen bijvoorbeeld weten in hoeverre deze beleggingen onder een artikel van de SDFR vallen. Daarvoor doen we al een assessment bij onze investeringstargets.' Merchant: 'Dat is dan nog niet zo eenvoudig, want er bestaat nog niet zoiets als een Moody's of een S&P voor duurzame beleggingen. Sowieso werkt het opgraven van ESG-data kostenverhogend. Als je ESG-advocaat of -adviseur bent, dan zijn dit mooie tijden. Je kunt een mooie boterham verdienen. Ook omdat de doelen en targets telkens bewegen, waardoor er telkens aanpassingen nodig zijn.'

Schokbestendig

De Ruiter geeft de deelnemers de gelegenheid hun conclusies te delen. Konings trapt af: 'Voor de institutionele beleggers opent

'Vanuit een investeringsperspectief heeft private debt specifieke voordelen tijdens een down-turn.'

de private debt-markt zich meer en meer. Dat biedt veel kansen.'

Tixier: 'We moeten laten zien dat we ons inzetten voor duurzaam beleggen. Wat mij betreft gaan we nog een stap verder en leveren we tastbare impact in de echte wereld. Dat is mogelijk door middel van directe private debt. Daarnaast zie ik een behoefte aan harmonisatie van de definities van duurzame en impactinvesteringen.'

Van der Erf: 'Private debt is een all-weather-strategie. Schokbestendig. Maar dan nog draait het erom dat je het beste krediet eruit weet te pikken. Ik ben niet al te bang voor de macro-economie. We zijn ook eerdere moeilijke scenario's doorgelopen en zien zelfs bij sterke schokscenario's dat de ondernemingen in onze portefeuille voldoende kasstromen genereren om de rentelasten te kunnen blijven dragen.'

Skødeberg: 'Ja, we hebben hier een relatief rechttoe rechtaan beleggingscategorie die ongeveer 12% rendement maakt. We bieden onze beleggers veel transparantie, gegevens en rapportage over de onderliggende belegging. Inclusief bijvoorbeeld individuele kredietbeoordelingen door externe ratingdeskundigen.'

'Quite solid', concludeert Skødeberg dan ook. 'We besteden veel tijd aan het uitleggen en bespreken van de beleggingscategorie met institutionele beleggers. Veel van onze discussies gaan over de kansen die deze beleggingscategorie biedt en waar private debt thuishoort in de portefeuille.'

Merchant tot slot: 'Private debt is van een lenersvriendelijke naar een uitlenersvriendelijke markt gegaan. Dat is mijn take away. Naast het feit dat private debt door zijn stabiele kenmerken heel goed in de portfolio van institutionele beleggers past. Dit is hét moment om in private debt te investeren.' ■

CONCLUSIE

In Europa is sprake van een voortdurende verschuiving van bancaire kredietverlening naar institutionele kredietverlening.

Er is een groeiend bewustzijn onder bedrijven dat er naast de bank alternatieven zijn om geld op te halen.

De hogere rente heeft de markt voor private debt opnieuw geprijsd.

De wereldwijde waardecorrectie in private debt biedt kansen.

De Europese markt groeit meer naar zijn evenknie in de Verenigde Staten.

Not losing money is the major game.

Private debt is een relatief rechttoe rechtaan beleggingscategorie, die ongeveer 12% rendement oplevert.

Private debt push

Investerings in private markten behoren tegenwoordig tot de kern van veel beleggingsportefeuilles. Opvallend is de sterke groei van private debt.

Het overgrote deel van de private markten is illiquide. Dat maakt private markten uitstekend geschikt voor structurele allocatie binnen een goed gespreide portefeuille. Nog meer dan bij gewone beleggingen gaat het niet om het timen van de markt, maar om de tijd in de markt. Toch is er ook in private markten wel degelijk sprake van cycli. Zo omvat een gemiddelde vastgoedcyclus ongeveer 18 jaar. Private equity volgt meer de normale economische cyclus, waarbij de beste rendementen worden behaald voor partijen die op de bodem van de recessie instappen. Private debt is onderdeel van de reguliere kredietcyclus van gemiddeld 69 maanden, waarbij we nu toch zo'n beetje aan het einde van de cyclus zouden moeten zitten. Toch neemt de belangstelling voor met name private debt sterk toe. Dat wordt vooral verklaard door structurele factoren.

Centrale banken houden de hand op de knip. Daardoor zijn eerder dit jaar commerciële banken in de Verenigde Staten in de problemen gekomen. Daarbovenop komt nog het staartje van Bazel III (al wordt dat door sommigen gezien als Bazel 3.1 of zelfs Bazel IV). Het komt erop neer dat de kapitaaleisen voor banken steeds strenger worden. Daardoor ontstaat er ruimte voor private debt. Andere gevolgen van al die regelgeving zijn steeds duurder toezicht en inflexibele kredietverlening. Als niet aan alle Bazel-eisen kan worden voldaan, gaat de geldkraan dicht. Het gevolg is dat banken alleen maar krediet willen verlenen aan bedrijven die dat niet

nodig hebben. Private debt is mede daardoor een verzamelnaam voor een overvloed aan mogelijkheden: direct lending, venture debt, mezzanine, distressed debt, consumer lending, capital relief, rescue finance, en CLO equity. En als het niet onder één van deze categorieën valt, is er altijd wel de categorie special situations.

Een andere reden voor de sterke groei van private debt is de stijgende rente. Beleggers in obligaties behalen dit jaar voor het derde jaar op rij een negatief rendement omdat de rentestijging de koersen onder druk zet. Private debt bestaat vooral uit leningen met een variabele rente, waardoor de pijn van de rentestijging wordt gedragen door de kredietnemer. Uiteraard is dit niet zonder risico voor de investeerder, want het lagere renterisico wordt dan ingeruild voor een hoger kredietrisico. Gelukkig hebben veel private debt-investeerdere het voordeel dat ze tussentijds veel meer controle hebben over de kasstromen. Doordat private debt profiteert van de stijgende rente en van stijgende kredietopslagen zijn er nog maar weinig beleggingscategorieën over die qua risico en rendement kunnen concurreren met private debt.

Voor beleggingsportefeuilles heeft private debt nog een belangrijk pluspunt. Nu de aandelenmarkt per saldo al meer dan twee jaar zijwaarts beweegt en de obligatiemarkt meerdere jaren onder druk staat, is er simpelweg behoefte aan rendement wanneer financiële markten niet bewegen. Die behoefte is toegenomen door de opgelopen inflatie. Sparen is tegenwoordig weer een alternatief voor beleggen, maar voldoet nog altijd niet aan de reële rendementsdoelstellingen van veel beleggers. Private debt past dan precies. Momentum en ijverige sales doen de rest. ■



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

Market mechanism needs a helping hand

Large allocators of capital could and should play an important role when it comes to reaching a net zero world. Regulations that limit the harm created to others are necessary. Making sure those new regulations are not too heavy-handed will be crucial for them to get the necessary democratic support.

By Joost van Mierlo

Vincent Nobel is a fund manager at Federated Hermes, responsible for real estate debt investing. As such, he contemplates what role his sector could play to achieve the climate goals as defined by the Paris Climate Accord. 'As a private investor you have to realize that your actions have consequences for others. It's not just a matter of taking a certain amount of risk and trying to achieve a certain amount of return. And it's also not a situation where maximizing profits should be achieved at all costs. Certain responsible investment principles can be expected from private market participants, but there are limits. That's where regulation needs to help us push the envelope.'

What is the current situation around commercial real estate and green standards?

'I think we've come a long way. Evidence is slowly accumulating that the greener the building, the higher the rent that tenants are willing to pay. In markets where that evidence is still weak, there is at least growing evidence that the greener the space, the shorter any vacancy period when a tenant leaves.'

Though real estate was never only valued on location, location, location, it is fair to say that the energy efficiency standard of a

building was not previously a major factor in determining tenant demand. It's not only that a green office is more attractive because it has lower running costs. There's also a qualitative aspect to it. A company located in a green office becomes more attractive to its employees and to its customers, all of whom prefer to be associated with a firm that values the environment.'

That sounds fine. Pretty soon everyone will be working in a green office then?

'Perhaps a more important question the real estate sector is facing now is who will be working in a dedicated office building at all. It does seem true that greener offices in good locations still attract tenants, even in the current market. But we have also seen large blue-chip tenants walk away from large and long lease obligations to seek smaller but better quality space in better locations.'

The real challenge when it comes to green offices, is that the cost of making offices green is substantial. And this significant capital investment is needed, not to drive rents higher, but to protect current rent levels. It is not the most exciting narrative. What it requires is a considerable value correction, which is what is happening. Of course, these corrections usually cause some cognitive dissonance. Sellers are loath to acknowledge the fall in value. Rents, after all, are still the same in the short run, and isn't it the rent that determines the value? In volatile markets of illiquid assets, transaction volumes fall well before prices catch up.'

Transform the offices into flats or apartment buildings?

'As a matter of principle, I am a big fan of sensible change-of-use. Old warehouses can become wonderful loft apartments, and luxury town houses can make great offices et cetera. Tenant requirements change all the time, but the physical asset is less flexible, yet must remain viable for longer than some of these demand changes. This is a challenge though. Most modern offices are absolutely unfit for housing conversion. At times it is economically more attractive to knock them down and replace them with buildings that are fit for purpose. But the carbon impact of demolishing buildings is high. The modelled lifespan of new buildings is no more than fifty years, yet some of the properties that seem candidates for demolition are not even that old yet.'

'The real challenge when it comes to green offices, is that the cost of making offices green is substantial.'

So what needs to be done?

'The free market drives investors towards the best risk adjusted return. If this consistently leads to outcomes that as a society we are not, or should not be, happy with, democratic intervention can be a great solution. What this really means is taking some of the alternatives off the proverbial table. This can include requirements on minimum energy efficiency standards, or regulation that promotes refurbishment over replacement. If not mandated by regulation, many private investors will build the assets that give the highest financial return.

To create meaningful change in energy performance, it is crucial that we understand the baseline. As a sector we need to be able to collect lots more information on buildings' energy performance. Some information rests with tenants and is not even available to a landlord, let alone the lender. There should be clear regulation about information sharing regarding energy performance and the circular economy. We have started with this kind of regulation of course, like with the EPCs, energy performance certificates, that are publicly available. But we need to go further. Much more progress on net zero can be expected if the sharing of information around energy, climate, waste and social standards is mandatory. Only in that case will it be possible as an investor to collect this information and compare the data with an effective benchmark.'

Can you give an example?

'Retail warehouses are a great example. The tenants control the units they lease and the landlord is not entitled to information about energy use in each individual unit. As a result, we as lender do not get this information either. Technical due diligence might tell us how well the asset should perform in terms of energy efficiency, but there is no way for us to verify this.'

You're in a powerful position as capital allocator. Why don't you just demand this kind of data as a sector?

'Where the data is available to the landlord we do require it to be shared. And our borrowers are generally very happy to share this information. The next step is what we do with the information, and what asset improvements we require. As an asset manager we do allocate capital and this comes with a balance of influence and responsibility. But we allocate on behalf of the beneficiaries of pension funds and insur-



CV

Vincent Nobel

Vincent Nobel joined Federated Hermes as Head of Real Estate Debt in January 2015. Today, he is responsible for all asset-based debt strategies. From 2011 he was a senior member of the M&G Real Estate Debt team, where he helped create and develop the Senior Real Estate Debt Fund. Before that, he spent three years at Barclays Corporate in their specialised debt team and at Barclays Capital, from 2004. Nobel holds an MSc in International Business Studies from Maastricht University and an MA from Sciences-Po (IEP) in Paris.

ance policies. Without specific impact instructions, we fall back on our general responsibility principles. We share these principles with many of our borrowers, but they fall well short of clear impact targets. In many cases impact targets may come at the expense of financial return. As an asset manager we work for our pension and insurance clients. These have taken on pension and insurance liabilities in exchange for payment. Their primary goal is, and must be, to meet the liabilities they've taken on in a commercial venture. So to ask the sector to self-regulate towards impact targets is really quite a tall order. But that doesn't mean there's no understanding that different stakeholders have to be taken into account. What I am asking for is a situation where governments change the frame of reference, with regulation that doesn't lead to excessive friction in the system.'

Like the current situation in the Netherlands regarding farming reforms?

'Exactly. It's not for me to say if that regulation is fair or not, but reforms must take into account both their destination and their journey. That means they have to be made acceptable for the ones in society that are most affected by it. A bottom-up kind of reform works better than a top-down approach. I thought that was the original basis of the 'polder model'

Are there better examples?

‘There are areas where I think we may be on the right track, even if it perhaps doesn’t go far enough. The housing shortage, particularly for affordable and social housing, remains a big issue. Housing can be built affordably, but in the cities land values are too high to do this purely as a commercial venture. Or rather, if you had the choice, you would build housing for those that can afford to pay more for it. And this is really what it comes down to. In certain circumstances that choice may need to be removed. In the Netherlands, just like in the UK, already a certain percentage of newbuilds have to be affordable houses. However, over the many years that these requirements exist, it hasn’t yet made a significant dent in the housing shortage. I think the requirement to build affordable homes is a good mechanism, but perhaps the percentage is too low.’

Ultimately, one asks for sensible decisions by politicians. Is that reasonable?

‘Where free markets fail to deliver the outcomes that society wants, we ought to be able to look to our elected politicians to deliver this change. However, one has reason to be skeptical when, here in the UK, green measures are being revoked or delayed, seemingly because an election is coming up. What we need is a transition towards a more sustainable economy, and for that transition to be fair and equitable. Ignoring the pain that this transition causes or failing to make the transition are both cause for justified grievances. Whether it is Occupy Wall Street, Just Stop Oil, or the farmers, these protest groups will continue to emerge. One could disagree with their methods, but there’s a genuine feeling of disenfranchisement and concern that must be addressed.’

There’s quite a bit of concern regarding greenwashing of investments. What’s your view?

‘There are two kinds of criticism. On the one hand there may be investments sold as green, while in reality they may be anything but. It takes only a few such examples to damage trust in any sector. We need to continue to improve the standards and certifications to prevent this from happening. The other criticism is that some of the so-called green activities do not in practice achieve the change that’s needed. Impact investing is not just withholding of capital from certain sectors. It’s not enough to stop

‘There should be clear regulation about information sharing regarding energy performance and the circular economy.’

investing in oil and gas and to say one has a green portfolio, when one has just sold all the non-green assets.

The same holds true for us real estate investors. It would be quite easy to only invest in new buildings with strong green credentials. But the reality is that a high proportion of the real estate that will be used in 2035 already stands today. What the climate really needs are activities, or investments, that make these existing buildings better and lower their carbon footprint. That’s where our focus should be.’

What about the growing discrepancy between the developed world and emerging markets and lowering the carbon footprint?

‘Everybody is working on reducing their impact on the environment, or at least everyone should be. But let’s be honest: it is the developed world that is responsible for most of the global carbon emissions. I am keen to avoid a new type of green colonialism where we tell emerging markets what they must do. It probably helps that my own investable universe only covers the developed world.’

It seems like the sector has a lot to stomach. Will it work?

‘It’s clearly an enormous challenge to reach net zero by 2050, not just for real estate investors. Most countries have fallen behind on their climate commitments. More work is needed, but there is a lot of enthusiasm in this process too. However, the reality is that the climate cannot rely on the free market alone and needs the help from a well-designed regulatory framework. Let’s face it: to reach net zero by 2050, we are in part relying on technologies that don’t exist yet. Let’s embrace them when they become available! In the meantime, knocking down buildings just because they have grown out of favour must be approached with extreme caution.’ ■

The views and opinions contained herein are personal and may not necessarily represent views expressed or reflected in other communications. This does not constitute a solicitation or offer to any person to buy or sell any related securities or financial instruments.

SUMMARY

The greener the building, the higher the rent tenants are willing to pay.

In volatile markets of illiquid assets transaction volumes fall well before prices catch up.

There should be clear regulation about information sharing regarding energy performance and the circular economy.

Managing and measuring impact in private markets

The growth of impact investing has accelerated, while definitions still vary widely. How are these definitions working towards greater clarity in impact investments?

With the rapid growth of investor allocations to impact strategies over the past few years reaching over \$ 1 trillion of assets under management,¹ the opportunity to generate impact at scale has never been greater. It has also become imperative to clearly define expectations around what impact investments should deliver for society.



By **Diane Mak**, Director of Impact Measurement & Management, and **Nadia Nikolova**, Lead Portfolio Manager Sustainable Private Credit, both at Allianz Global Investors

The opinions expressed in this text are those of the authors.

We believe it is important both to assess for and to measure impact at the company level, as well as to consider how we – as investors – can contribute to a portfolio company's impact generation. One of the key aspects is to measure both a company's footprint and 'handprint', in terms of its positive contribution to environmental and social outcomes.

Handprint

The 'handprint' measures if revenues of the core business model are aligned to products and services that generate positive outcomes. One example could be energy efficiency solutions for buildings, where the percentage of revenues coming from this service, as well as the company's environmental impact in enabling customers to avoid emissions, would be measured.

Companies with a good handprint are intentional and mission driven. In addition, they typically seek to maintain high performance on footprint measures such as their own emissions.

It is also important to consider negative impact pathways, which can go beyond the SFDR definitions of Principal Adverse Impact (PAI) indicators.

A good example of looking at handprints is education. On the one hand some institutions won't qualify, because the students would have a lot of debt at the end of their studies, on top of which the low quality of teaching at some of these means that learning or employment outcomes will be poor.

On the other hand, there are affordable, high-quality educational technology programmes that supplement more traditional classroom learning, which have a good evidence base for improving maths or reading outcomes, and those may be good candidates for impact investing.

Data availability: a driver of impact approaches

We feel it is important to apply a consistent impact approach across developed markets and emerging markets. While the goal is to pursue the same SDGs across both, there are practical reasons for differences in the impact process.

In practice, data limitations in emerging markets mean that we work closely with development finance institutions (DFIs) and research partners, and leverage on the insights and data they can capture.

In developed markets, we rely predominantly on our own impact analysis and on the due diligence and discussions with potential investees to inform decision-making. ■

¹ Impact funds have grown 40% over last two years, hitting \$ 1 trillion (Pensions & Investments, pionline.com).

The role of natural capital to reach net zero

There is growing international consensus amongst companies and countries to cut their greenhouse gas emissions to net zero to tackle climate change whilst also reducing their impact on nature. We believe nature-based solutions play an important role in achieving this and that private capital will be needed to meet these ambitious targets.



By Adam Gibbon and Jonathan Dean

Investments in nature-based solutions aim to reduce or remove greenhouse gas emissions through natural processes while delivering financial returns as well as biodiversity benefits. This form of investing recognises that natural capital provides a flow of valuable ecosystem goods or services that are beneficial in our everyday lives and for economic activity.

Investments in nature-based solutions today can often take the form of financing the creation of carbon credits or direct investments in sustainable forestry.

Carbon credits from nature

Nature-based emission reductions are usually generated via sequestration in growing trees or in the avoidance of deforestation

and of forest degradation. When a project or a company generates emission reductions that are real (can be measured), additional (would not have happened without carbon finance), permanent (will endure for a long time), and don't displace emissions elsewhere, they can generate carbon credits via two main mechanisms:

(1) Voluntary carbon standards

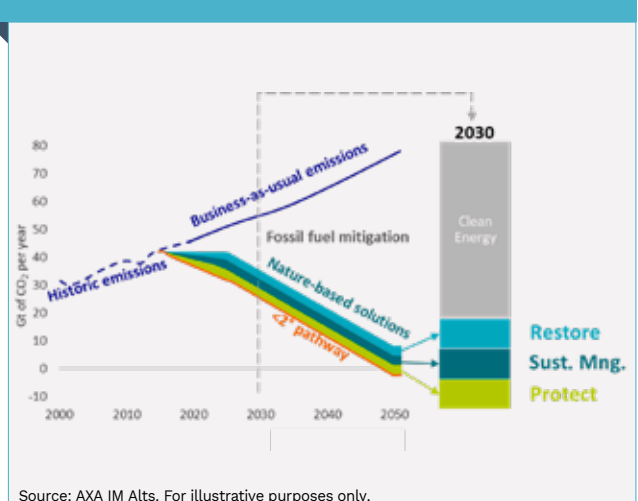
Over the past 20 years, a number of organisations, such as VERRA's Verified Carbon Standard (VCS), the Climate Action Reserve (CAR) and Gold Standard, have created voluntary carbon standards that allow project proponents to create and issue carbon credits according to their defined standards. New standards are also emerging. Voluntary

carbon standards can be sold to organisations who have made voluntary commitments to reduce emissions on their own accord or as part of commitments, such as the Science Based Targets Initiative (SBTI).

(2) Compliance carbon standards

At international, regional, and national levels there are cap and trade schemes that allow entities with regulated emissions to purchase offsets. An example is the California Air Resource Board, which

FIGURE 1: THE ROLE OF PRIVATE CAPITAL



Source: AXA IM Alts. For illustrative purposes only.

allows certain nature-based credits from US projects. The French government's 'Label bas-carbone' is an example of a government carbon credit certification scheme that credits tree planting and sustainable agriculture activities.

Returns beyond carbon credits

Sustainable forestry investments involve establishment and management of certified sustainable productive forest lands on previously degraded lands.

In parallel, a portion of the land under management is restored back to natural conditions. These investments have the potential to generate carbon credit returns alongside returns from their timber. Such investments will help to meet the increasing demand for sustainable materials in the forms of roundwood, bioenergy and pulp/paper, and take pressure of existing forests that are unsustainably harvested to meet demand.

An emerging opportunity is the potential for investment in natural capital to generate biodiversity credits that are awarded where biodiversity uplift or conservation can be demonstrated and verified by a third party.

To tackle the challenge of climate change and biodiversity loss, investments in natural capital should focus around three key themes:

(1) Protection

By investing in the protection of eco-systems, such as rainforests or wetlands, their inherent value can be preserved in their current states and further degradation can be prevented. Such investments involve creating conservation with models

that support local stakeholders.

(2) Restoration

Restoration investments aim to recover and revitalise degraded ecosystems. This can involve activities like reforestation or rewetting drained peatlands. The goal is to bring these ecosystems back to a healthier state where they can once again provide their full range of benefits, both ecologically and economically.

(3) Sustainable Management

Instead of exploiting natural resources to depletion, sustainable management ensures that they are utilised in a manner that is both economically viable and ecologically sustainable, thus harmonising human activities with nature's limits. For instance, sustainable forestry practices would ensure logging is done without degrading the forest's health, thus ensuring that it continues to provide value for generations to come.

The role of private capital

Climate change and the environment dominate the next decade's global challenges, according to the World Economic Forum's 2023 Global Risk Report. At the same time, over a million species are threatened with extinction globally due to the loss of their natural habitat¹. Half of the global economy is 'moderately or highly dependent' on nature and its related services².

The growing global consensus, that the climate and biodiversity crises must be tackled, presents important opportunities for private capital to pivot towards models that boost rather than degrade natural capital.

The UN Environment Program forecasts that spending on climate and biodiversity needs to increase three times by 2030³, from \$ 154 billion per year today. Considering that today 84% of that spend comes from the public sector, it is clear that the dramatic increase needed will have to come largely from new private sources of capital.

It's estimated that investments in natural capital can deliver one third of the climate change mitigation needed by 2030. As well as being the biggest single lever we have to reach net zero, natural capital also delivers emission reductions at the lowest cost⁴, making it a priority sector on the route to net zero.

In addition to tackling this generation's greatest challenge, climate change, private capital can also play an important role in addressing the biodiversity crisis and contribute to reducing social inequalities. ■

- <https://www.unccd.int/resources/publications/land-degradation-neutrality-biodiversity-conservation-briefing-note>
- <https://www.weforum.org/agenda/2023/05/why-the-financial-sector-must-invest-in-boosting-the-earths-biodiversity/>
- https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/41333/state_finance_nature.pdf
- <https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg3/figures/summary-for-policymakers/figure-spm-7/>

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

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

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



Adam Gibbon

Natural Capital Lead, Natural Capital & Impact Investments, AXA IM Alts



Jonathan Dean

Head of Impact Private Equity Fund Management, AXA IM Alts

SUMMARY

Nature-based solutions will play an important role in achieving a net zero world.

Investments in carbon credits aim to reduce or remove greenhouse gas emissions through natural processes, while at the same time delivering financial returns and biodiversity benefits.

Investments in sustainable forestry aim to protect and restore ecosystems through, for example, reforestation and rewetting drained peatlands. The goal is to once again allow these ecosystems to provide their full range of benefits, both ecologically and economically.

On the road towards net zero by 2050

Are we on track to achieve the net zero emissions target by 2050? Jocelyn Dioux provides keys to understand what is needed. He is an Investment Director Energy Transition Infrastructure from Paris-based Mirova, an affiliate of Natixis Investment Managers, dedicated to sustainable finance. 'Institutional investors hold true prescriptive power.'

Door Jan Jaap Omvlee

In response to the question where we are on the net zero trajectory, Jocelyn Dioux clearly points in the right direction. "The impacts of climate change are increasingly frequent and severe, and scientific warnings about the dangers of the current pathway have become stronger than ever. Emissions should be reduced as soon as possible and reach net zero by the middle of the 21st century. What we call 'net zero' is the balance between CO₂ emissions and CO₂ removals."

What do we need to do to achieve this global carbon neutrality or net zero?

"To achieve global carbon neutrality, societies must act on two fronts. One is the reduction of emissions, that is to say CO₂ emissions of fossil fuel origin and from deforestation. The second front is the increase in carbon sinks

– anything, natural or otherwise, that accumulates and stores some carbon-containing chemical compound for an indefinite period, removing CO₂ from the atmosphere.

In 2021, the International Energy Agency (IEA) published its 'Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector'¹, which sets out a narrow but achievable pathway for the global energy sector to reach net zero emissions by 2050. To achieve this goal by 2050, we need \$ 4.5 trillion of annual investment in the energy transition. Currently, we are at \$ 1.7 trillion, so \$ 2.8 trillion are missing. This huge funding gap and the urgent situation call for mindful capital allocation. In that respect, not all assets are contributing to the energy transition, or maybe not with the same efficiency.'

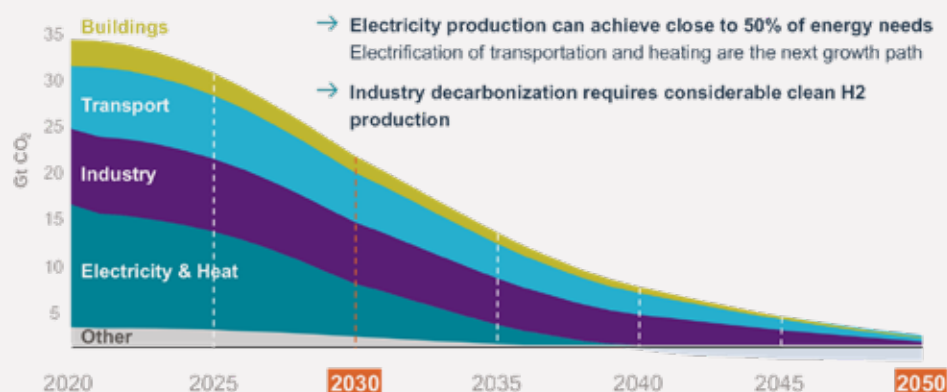
What does the energy transition mean in this context?

"The energy sector is the source of around three-quarters of greenhouse gas emissions today and holds the key to averting the worst effects of climate change. Ramping up renewables, improving energy efficiency, cutting methane emissions and increasing electrification with technologies available today should deliver more than 80% of the emissions reductions needed by 2030.² It is a question of aligning global warming scenarios, but also a question of future competitiveness. In a future world largely decarbonized with strong policymaker incentives, only massive and swift investment in net zero technologies will ensure that Europe remains an attractive place to do business.'

What do investors need to understand?

'Investors must understand what the energy transition really is and not confuse proac-

FIGURE 1: THE ROAD TO NET ZERO FOR THE GLOBAL ENERGY SECTOR



Source: IEA, Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector

About Mirova

Mirova is a management company dedicated to sustainable investments and an affiliate of Natixis Investment Managers. Mirova has been active in the energy transition infrastructure sector for 20 years and has financed more than 1,000 projects for a total of over 7.3 GW of potential generation capacity across Europe and Asia. Mirova and its affiliates manage € 28.4 billion and € 3.4 billion for energy transition infrastructure investments as of September 30, 2023.

tively contributing to the energy transition with managing ESG risk or trying to limit the environmental impact of traditional assets – all be it important. For instance, investing in an airport and trying to mitigate its environmental impact is definitely a ‘responsible’ investor decision, but it is not actually investing in the energy transition. The impact towards the net zero goal of capital allocation is not the same in the above example as it is to actively invest in clean energy, for example, or in low carbon transportation. Regulation, such as the EU Taxonomy, SFDR regulation (for example Article 9) and labels (like Greenfin) lay out the path to strict exclusion policies that are helpful in that respect. Institutional investors hold true prescriptive power and can therefore actively contribute to bridging the funding gap with increased capital allocation to the energy transition and clear (real) decarbonization mandates for the GPs.’

The global energy transition implies an immense shift in the global investment landscape. How can investors take advantage of the massive flows of capital into the energy transition?

‘Regarding non-listed assets, we must make a distinction between the various types of investments in the energy transition sector that may also require different types of capital. First, there is the mature clean energy market. In this market, technology is known, business models have been tested for two decades, and the pace of the deployment depends mainly on regulation and level of capital. That being said, even in this mature market, investors must have the ability to navigate with merchant risk on the price of electricity, development risk, increased cost of debt, et cetera. It also requires a high level of competence within this field to take advantage of opportunities such as hybridization of assets, dynamic hedging strategies, et

cetera. One way of investing is to be a large minority shareholder in a clean energy developer or independent power producer (IPP), as the entry valuation of the company mainly relies on actual assets or the pipeline of assets, with a performance kicker if the ability of the company to deliver a good conversion rate of pipeline into actual projects proves to be above expectations.

Investors must be fully aware to assess the right opportunities and be cautious in allocating capital. Projects in renewable energy can for example be caught between long lead time, fixed electricity prices, increased CAPEX and cost of debt leading to projects being abandoned at the cost of write-offs.

Secondly, there are nascent markets such as green hydrogen, low-carbon mobility and energy efficiency. The business models are relatively new and the embedded risks are higher, but that goes hand in hand with great opportunities as the deployment of such infrastructures are paramount to achieve net zero. It requires carefully allocating a small portion of capital to these sectors, choosing the best-in-class after thorough market assessments, robust due diligence and protective mechanisms.

The need for diverse renewable energy sources has never been greater. In this context, we have just announced the project launch of our sixth vintage³ dedicated to energy transition infrastructure,⁴ aiming to raise up to € 2 billion and continuing to support decarbonization, mainly in Europe.’

How can digital technology play a key role in helping to accelerate the energy transition?

‘Management of data is key in the energy transition, as it helps to improve the efficiency of systems, for example in measuring and monitoring production performance. The role of digital technology is growing, because the vast majority of renewable energy production facilities are intermittent. We are already seeing initiatives with AI to increase efficiency and impact.’ ■

1 <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>

2 Source: IEA, Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector

3 <https://www.mirova.com/en/news/mirova-targets-2-billion-its-sixth-strategy-dedicated-energy-transition-infrastructure>

4 The strategy is exposed to risk of capital loss. The information presented above is neither a contractual document nor intended to be an investment advice. Access to the products and services presented here may be restricted to some persons or in some countries.

Legal Disclaimer

These strategies are exposed to risk of capital loss. The information presented above is neither a contractual document nor intended to be an investment advice.



Jocelyn Dioux

Investment Director Energy Transition Infrastructure, Mirova (an affiliate of Natixis Investment Managers)

SUMMARY

Currently, \$ 2.8 trillion of annual investment are missing for the global energy sector to reach net zero emissions by 2050. This huge funding gap and the urgent situation call for mindful capital allocation.

Ramping up renewables, improving energy efficiency, cutting methane emissions and increasing electrification with technologies available today deliver more than 80% of the emissions reductions needed by 2030.

Management of data is key in the energy transition, as it helps to improve the efficiency of systems.

Northern European direct lending, an attractive diversification strategy

With a current yield well above 10% in euro for senior secured loans, Northern European direct lending has become attractive to investors over the past decade and has seen strong growth.

By *Torben Skødeberg*

Northern European economies are resilient and have lender-friendly jurisdictions as well as robust but flexible social security systems. This makes restructuring and merging companies relatively less complicated. In addition, Nordic countries in particular have a long tradition of private equity, dating back to the 1980s. The type of business model that requires relatively large amounts of debt to support concentrated ownership is well established in the region. The direct lending market has developed rapidly and has great potential to attract investors who have previously invested in private debt in the US or the broader pan-European market.

‘Northern European countries are still underrepresented in direct lending.’

Furthermore, Northern European countries offer a very resilient economic environment. They have low debt-to-GDP ratios, so there is greater fiscal headroom to preserve stability in times of slowing growth. These countries are also less reliant on investment-heavy or cyclical industries. Sectors that are equally attractive to private equity and private debt investors, such as healthcare, technology and business services, are very resilient. The countries have strong legal protections for property and creditors’ rights, similar to the UK and much better than countries such as France or Italy.

Growth is likely to continue

Traditionally, Europe has been reliant on banks for the provision of capital. Dependence on a single source of finance can put companies in a difficult position. Through a gradual expansion of direct lending, the broader economy benefits from richer and alternative sources of financing for companies, which improves the capital efficiency.

In Europe, these advantages were certainly first

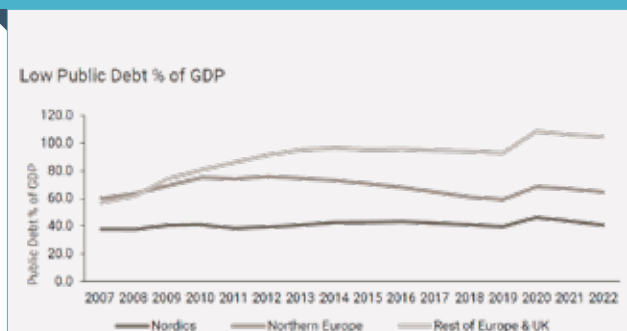
recognised in the UK and France, where direct lending has already become established as a form of financing for M&A transactions by private equity investors, so-called ‘sponsored deals’. Northern European countries are still underrepresented in direct lending transactions. Today, more than 50% of these transactions take place in the UK and France, while approximately 40% of the transactions are located in the Nordics, the DACH countries and the Benelux.

At the same time, private equity funds investing in Northern Europe have grown and transactions are increasing in recent years. As typically 20% to 45% debt is brought into each leveraged buyout (LBO) transaction, it is consistent that direct lending forms of financing will continue to expand in Northern Europe.

Sustainability plays a crucial role

Transparency is key for investors and insights into ESG data, KPIs and new PAI data are increasingly available. Data are typically not available from ESG data providers, as borrowers are usually private

FIGURE 1: LOW PUBLIC DEBT % OF GDP



Source: Capital Four

‘Direct lending does not only offer higher yields, but also a relatively shorter cash flow profile.’

equity owned. Aligned interest across private equity and debt investors on ESG results in a fruitful partnership to drive the transformation.

Northern European companies in particular have been taking ESG as a key focus area for a long time. This fosters integration of sustainability considerations in the deal structuring. In addition to assessing the sustainability profile of companies, incentivising companies for continuous improvement is essential. Through a systematic process for scoring ESG profiles, a dialogue with companies on sustainability is established at an early stage, ensuring that companies increase their attention on ESG. By integrating appropriate ESG KPIs into credit documentation, companies must examine their value chains with regard to sustainability risks and are incentivised to drive continuous improvement.

Mid-market opportunities

Financing for leveraged buy-outs or other M&A transactions has traditionally been provided by banks, and they are often still the cheapest source of debt capital for private equity, but not the most efficient. The banks’ risk appetite is curbed by increased regulation. This is particularly evident in companies with EBITDAs of € 5 to € 25 million. Rigid

credit conditions with restrictions on dividend take-outs, ongoing loan repayments and lengthy decision-making processes do not harmonise well with the nature of private equity transactions. Private debt funds, on the other hand, can offer the better financing option, although this comes at higher financing costs. They offer attractive credit terms and are often able to offer larger loan volumes with additional credit lines for acquisitions. This in turn saves private equity sponsors from having to negotiate with several lenders. At the same time, borrowers accept relatively stronger covenants from direct lenders in Northern Europe, compared to similar transactions done in the US or broader Europe. Funds can often provide reliable credit decisions more quickly, which plays a decisive role especially in the context of M&A transactions. Here, private equity sponsors seek secure funding before they win the bid for a company.

For medium-sized firms, management’s competence has a major influence on the company’s success. In this context, sponsored transactions are particularly interesting as additional transparency on the financial condition and expertise are provided, which – ultimately – can contribute positively to risk reduction.

Increased attractiveness

Corporate direct lending has increased its attractiveness compared to other asset classes in the current market environment. Direct lending does not only offer higher yields, but also a relatively shorter cash flow profile. As a result, investors can expect steady returns from interest payments shortly after investing, and thus receive earlier cash flows, driven by a running yield of 10+%. This increases the attractiveness of corporate direct lending in terms of total return, but also contributes to its role as a diversifier in an alternative portfolio.

The rise in funding costs offers investors a higher expected return, which must be protected through prudent deal structuring to avoid defaults.

There is no doubt that the resilience of business models and portfolios is currently at the forefront of investors’ asset allocation. A characteristic feature of the mid-market is that attractive business models can be found across almost all sectors. As a result, protection against economic cycles and shocks does not necessarily require broad exclusions of sectors that are generally considered as being cyclical. Rather, there are attractive investment opportunities across a wide range of sectors. In order to tap into these, a comprehensive credit analysis with prudent deal structuring and a rigorous bottom-up investment process are required to provide investors with downside risk protection. ■



Torben Skødeberg

Co-founder, Partner and Portfolio Manager, Capital Four

SUMMARY

Private equity and debt investors focus their attention more towards ESG. This creates a meaningful leverage on the sustainability transformation of companies.

Significant regional differences prevail across Europe. Northern Europe – Benelux, Germany, and Scandinavia – provides a diversifying allocation to broader pan-European direct lending portfolios, which typically have a low exposure to the region.

With yields well above 10% in euro, senior direct lending provides a unique risk-return profile.

LDI-portefeuille heeft baat bij diversificatie met hypotheek

Pensioenfondsen zien liability-driven investments als de robuuste bouwstenen van hun beleggingsportefeuilles. Staatsobligaties en swaps zijn hierin de afgelopen 10 jaar veelal aangevuld met corporate credits en Nederlandse woning-hypotheek. Wat zijn de gevolgen van de snel gestegen rente, de veranderende regulering en het ECB-beleid op deze beleggingen? En wat betekent dit voor de samenstelling van LDI-portefeuilles?

Door *Evelien van Hilten* en *Matthieu Vos*

Liability-driven investments (LDI) spelen een kernrol in de strategieën van pensioenfondsen en institutionele beleggers doordat ze een brug slaan tussen hun assets en hun verplichtingen. LDI-beleggingen hebben een hoge correlatie met de risicovrije rente, waardoor de portefeuille meebeweegt met verplichtingen die hierop gewaardeerd worden. De hoofdrol binnen de LDI-portefeuille is daarom vaak weggelegd voor vast-rentende waarden zoals staatsobligaties, van wege

hun voorspelbare kasmomenten, hoge correlatie met de risicovrije rente en relatief lage risico.

Een goede LDI-portefeuille bestaat uit verschillende beleggingen met een hoge kredietwaardigheid. We belichten hieronder kort de belangrijkste categorieën en de ontwikkelingen die hebben plaatsgevonden in de afgelopen jaren.

Swaps

Swaps zijn de natuurlijke hedge om pensioenverplichtingen te waarborgen. Ze zijn gestandaardiseerd, liquide, ruim beschikbaar en matchen perfect met de verplichtingen. De gevolgen van de invoering van nieuwe regelgeving na de kredietcrisis zijn echter groot. De centrale clearing van renteswaps heeft tot een verhoogde standaardisatie van het product geleid, maar vereist ook meer liquide middelen in de vorm van cash als onderpand. Hier zijn weliswaar oplossingen zoals repo's voor, maar deze zijn nog niet gemeengoed en ook niet altijd beschikbaar. Met name in crisissituaties kan liquiditeit nodig zijn én kunnen dit soort instrumenten minder goed beschikbaar zijn.

tingen te waarborgen. Ze zijn gestandaardiseerd, liquide, ruim beschikbaar en matchen perfect met de verplichtingen. De gevolgen van de invoering van nieuwe regelgeving na de kredietcrisis zijn echter groot. De centrale clearing van renteswaps heeft tot een verhoogde standaardisatie van het product geleid, maar vereist ook meer liquide middelen in de vorm van cash als onderpand. Hier zijn weliswaar oplossingen zoals repo's voor, maar deze zijn nog niet gemeengoed en ook niet altijd beschikbaar. Met name in crisissituaties kan liquiditeit nodig zijn én kunnen dit soort instrumenten minder goed beschikbaar zijn.

Staatsobligaties

Staatsobligaties zijn logische beleggingen binnen een LDI-portefeuille. Het risico is laag en de correlatie met de swap is hoog (93% voor AAA). Aan liquiditeit en hoge kredietkwaliteit is geen gebrek, mits men in het koudere gedeelte van Europa blijft. De trek naar veilig beschouwde landen, zoals Duitsland en Nederland, heeft echter in de voorbije jaren het rendement negatief beïnvloed. Obligaties van die landen prijzen gemiddeld 40 basispunten lager dan swaps¹.

Deze negatieve spread fluctueert, maar volhardt.

Naast tegenvallende rendementen valt binnen de Wet toekomst pensioenen (Wtp) de gunstige behandeling van veilige staatsobligaties binnen het FTK-regime weg. Dit is ook reden om deze asset class opnieuw te evalueren in de komende jaren.

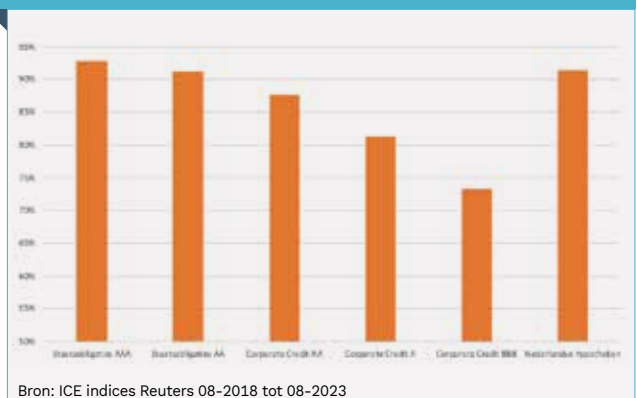
Corporate credits

Corporate credits hebben dankzij het hogere rendement in steeds meer LDI-portefeuilles een plek verworven. Dit rendement is echter ook een reflectie van het hogere (krediet)risico. Door de lage rente en de tegenvallende economische groei is de kredietkwaliteit de afgelopen jaren verslechterd (49% BBB² in 2023 tegenover 22% in 2010). Door de stijgende rente en de daarmee gepaarde hogere herfinancieringskosten, is het een punt van overweging welke downgraderisico's dit met zich meebrengt. Wat wel met zekerheid te zeggen is: de correlatie met swaps neemt af bij een lagere rating (87,6% bij AA en 73,2% bij BBB).

Deze lagere kredietkwaliteit is de afgelopen jaren samengegaan met langer lopende

‘Naast tegenvallende rendementen valt binnen de Wtp de gunstige behandeling van veilige staatsobligaties binnen het FTK-regime weg.’

FIGUUR 1: CORRELATIE TUSSEN 10-JAAR SWAP EN DE ASSET CATEGORIEËN



leningen. Die passen beter binnen een LDI-portefeuille, omdat de verplichtingen ook lang zijn. Op dit moment loopt de duratie van de credit benchmark echter terug door de gestegen rente (5,5 in 2021 naar 4,4 in 2023). De teruggelopen duratie, het hogere kredietrisico en, als gevolg daarvan, de lagere correlatie met swaps zijn redenen om deze asset class te heroverwegen.

Nederlandse hypotheek

Nederlandse hypotheek zijn gegroeid tot ruim 5%³ van de portefeuille van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds. Deze groei heeft bijgedragen aan de professionalisering en standaardisering van de beleggingscategorie. De kredietkwaliteit is bijzonder goed: de kredietverliezen gedurende de financiële en huizenmarktcrisis in 2008-2013 waren zeer beperkt. Sindsdien is het risico verder afgenomen door strengere regulering, zoals het beperken van de maximale LTV tot 100% en strengere inkomenstoetsen. De correlatie met swaps is ongeveer 91%, 12%-punt meer dan corporate credits en vergelijkbaar met AA-staatsobligaties. Dit is logisch, aangezien de prijsstelling van hypotheek veelal gebaseerd is op de swaprente. Terwijl kredietrisico's voor hypotheek laag zijn, is het risico van vervroegd aflossen juist een risico dat bewust moet worden gelopen en dat wordt gecompenseerd door een hoger rendement.

Beleggingen in hypotheek zijn van nature illiquide, maar hebben sinds 2014 een toegenomen omvang en standaardisatie. Er is nu een actievere secundaire markt

ontstaan. Zo hebben in de tweede helft van dit jaar op ons eigen platform al drie portefeuilletransacties plaatsgevonden. De beleggingscategorie blijft illiquide, maar het verschil met bijvoorbeeld corporate credits is afgenomen. Dit komt mede doordat de broker-dealers zich steeds meer hebben teruggetrokken uit de secundaire corporate creditmarkt, waardoor hier juist een buy-and-holdmarkt is ontstaan.

De spread op hypotheek is in de afgelopen vijf jaar vrij stabiel gebleven. Tegelijkertijd is de duratie teruggelopen. Het voordeel is dat met een lagere duratie de kosten van vervroegd aflossen ook afnemen⁴. Omdat het kredietrisico laag blijft en credit spreads minder door kapitaalmarkten en meer door de reële economie worden bepaald, is er – in tegenstelling tot staatsobligaties en corporate credits – slechts beperkte volatiliteit in credit spreads. Dit draagt bij aan de diversificatievoordelen en de hogere correlatie met swaps van Nederlandse hypotheek.

Belang van diversificatie

LDI-portefeuilles kunnen zeer divers zijn. Investeerders kunnen kiezen tussen beleggingen in leningen aan bedrijven, overheden of privépersonen en tussen publieke en private beleggingen. Door diverse beleggingscategorieën te combineren wordt de volatiliteit van de credit spread verlaagd, met name in periodes van marktstress.

Ook wordt de waarde van private beleggingen door andere factoren beïnvloed dan bij publieke. Voor private beleggingen geldt dat deze voornamelijk

gebaseerd zijn op de intrinsieke kwaliteit van de lening, terwijl publieke leningen in de waardering in hoge mate beïnvloed worden door marktverwachtingen. Het resultaat is een hogere volatiliteit van de waardering van publieke leningen. Het combineren van private en publieke beleggingen zorgt daardoor voor een demping in de volatiliteit.

Conclusie

In het afgelopen decennium heeft de lage renteomgeving, in combinatie met aangepaste regelgeving en ECB-beleid, een grote impact gehad op vastrentende markten. De rendementen op staatsobligaties en swaps, de traditionele bouwstenen van een LDI-portefeuille, staan onder druk. Aanvullingen met corporate credits en hypotheek zouden logisch zijn, ook vanuit diversificatieperspectief.

Bij het implementeren van deze aanvullingen is het verstandig om de combinatie van additioneel rendement, duratie en kredietkwaliteit in het oog te houden. Deze kunnen namelijk door de tijd heen veranderen, waardoor een lagere correlatie met de verplichtingen wordt gerealiseerd dan wenselijk is. Zo is de correlatie tussen corporate credits en swaps de afgelopen jaren teruggelopen door een verslechtering van het kredietprofiel, terwijl hypotheek juist eenzelfde correlatie hebben als staatsobligaties. Het is dan ook verstandig deze elementen continu te monitoren en de LDI-portefeuille hier mogelijk op aan te passen. ■



Evelien van Hilten

Head of Portfolio Management,
DMFCO



Matthieu Vos

Senior Portfolio Manager,
DMFCO

IN HET KORT

Staatsobligaties en swaps hebben in LDI-portefeuilles de afgelopen 10 jaar gezelschap gekregen van corporate credits en Nederlandse hypotheek.

Diversificatie van de LDI-portefeuille vermindert de volatiliteit van de credit spread, met name in periodes van marktstress.

Verdere aanvulling van corporate credits en hypotheek is logisch, ook vanuit diversificatieperspectief.

Hypotheek hebben daarbij een vergelijkbare correlatie met swaps als staatsobligaties, terwijl bij corporate credits de correlatie recentelijk is afgenomen door de verslechtering van het (verwachte) kredietrisicoprofiel.

1 Over de afgelopen 5 jaar
2 ICE EUR corporate benchmark
3 Exelering, 2023
4 De kosten van vervroegde aflossingen worden weerspiegeld als de misgelopen rente. Deze kosten worden bepaald door het verschil tussen de huidige rente en de rente op de lening.

De echte maatwerkoplossingen vind je in private markets

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Private markets bieden interessante kansen op het gebied van spreiding en rendement. Daar- tegenover staan echter uitdagingen zoals regulering, ver- duurzamingsseisen en liquiditeit, zo blijkt tijdens de paneldiscus- sie ter afsluiting van het door Financial Investigator georgani- seerde seminar voor verzeke- raars over ‘Beleggen in Private Markets en de Energietransitie’.

De locatie van het seminar, het Spoorweg- museum in Utrecht, vertegenwoordigt een belangrijk thema van de middag, namelijk duurzaamheid. Dagvoorzitter Amba Zeggen opent de paneldiscussie met een vraag naar dat thema. Wat zijn de ervaringen van de gespreksdeelnemers met duurzaam beleggen? En, niet minder belangrijk, hoe stellen zij vast of hun beleggingen ook daadwerkelijk groen zijn? ‘Hopelijk ben ik niet al te ervaren op het gebied van greenwashing’, grapt Marieke van Kamp. ‘Onze due diligence naar de duurzaam- heidsclaim van beleggingsproducten gebeurt in ieder geval in huis. Wij duiken diep in de strategie van vermogensbeheerders en hante- ren de EU-taxonomie als leidraad. Wij gelo- ven onze vermogensbeheerders namelijk niet zomaar. Zo stellen we vast of een beleggings- product bijdraagt aan onze klimaatagenda.’ Size does matter en de omvang van NN Group als een van de grotere deelnemers in duur- zame beleggingsfondsen helpt volgens Van Kamp om vermogensbeheerders te bewegen tot optimale transparantie en informatiever- schaffing ter voorkoming van greenwashing.

Oorlog blijkt push voor hernieuwbare energie

Jonathan Hunt zit als belegger dicht op de energietransitie. Welke thema’s spelen daar en welke kansen ziet hij in private markten, wil Zeggen weten. Hunt vertegenwoordigt een wereldwijd credit fund van \$ 16 miljard. Meer dan 4 miljard daarvan is belegd in hernieuw- bare energie, waarvan een significant deel in de vorm van private credit. Het belangrijkste thema van de afgelopen jaren is de oorlog in Oekraïne en de grote impact die die heeft op de Europese markt voor hernieuwbare ener- gie, stelt Hunt vast. ‘Door heel Europa zagen we een stormloop op energiezeekerheid, met

als bijeffect een enorme vraag naar kapitaal, voor ons grotendeels in de vorm van flexibele, op maat gemaakte private debt-oplossingen voor ontwikkelaars van hernieuwbare energie, in het bijzonder het kapitaaldeel tussen senior projectfinanciering en aandelen van deze ontwikkelaars.’

Als Hunt de impact op zijn eigen organisatie analyseert, kijkend naar de belangrijkste waardedrijvers van zijn beheerde assets, dan ziet hij op dit moment fluctuaties in de opbrengsten van energieverkopen, in de CapEx-kosten en in de timing van ontwikkel- activiteiten. ‘Op lokaal niveau is vaak onvol- doende geld beschikbaar om projecten in hernieuwbare energie uit te rollen. Ook is er sprake van congestie die projecten kan vertra- gen of stilzetten. Deze ontwikkelingen begin- nen neerwaartse druk te zetten op de waarde- ringen van projecten, waardoor de vraag naar alternatieve private debt-oplossingen toe- neemt. Onder andere de Wereldbank heeft recent berekend dat er jaarlijks \$ 6 biljoen nodig is voor investeringen in hernieuwbare energie om de net zero-doelstelling te behalen.’

Alles wat je moet weten

In reactie op Zeggens vraag wat er in private markten te halen is, vat Roelof Salomons de relatie tussen verzekeraars en private markten kernachtig samen. ‘Uiteindelijk verbinden private markten langetermijnkapitaal, lange- termijnassets, langetermijnverplichtingen en langetermijndoelen met elkaar.’ Toen Salomons 25 jaar geleden bij een verzekeraar begon, groeiden de bomen tot in de hemel en was vermogensbeheer bijzaak. Nu is die situatie volledig omgedraaid. ‘De balans van de meeste verzekeraars krimpt en de winstge- vendheid wordt gedreven door het verschil in rendement op langetermijnassets en lange- termijnverplichtingen. Toegang tot private markten, waar de spreads hoger zijn door de gepercipieerde complexiteit, is dan een pre. De liquiditeit sluit aan bij de verplichtingen. Dat is eigenlijk alles wat je als verzekeraar moet weten.’

Vervolgens brengt Zeggen de onzekere situatie van de economie ter sprake. Het is een woel- water waarin het onduidelijk is waar de rente en inflatie heengaan. Hoe kijken de panel- leden hiernaar? Han Rijken snijdt in zijn antwoord twee thema’s aan. ‘Investeerders voeren hun rentebeleid in een compleet andere renteomgeving dan twee jaar geleden. >



VOORZITTER

Amba Zeggen

Partner Insurance, Probability & Partners



Jonathan Hunt

Portfolio Manager Clean Energy Infrastructure Debt, AB CarVal (part of AllianceBernstein)



Marieke van Kamp

Head of Private Markets, NN Group



Han Rijken

Chief Investment Officer, Board Member, Lifetri Groep



Roelof Salomons

Co-Head EBC, Athora Netherlands

‘Ook al hebben we het over een private market asset, toch haal je er in de praktijk minder illiquiditeit mee op de balans dan je zou verwachten.’

De vraag die zij momenteel proberen te beantwoorden, luidt: werken onze hedges? Je zou kunnen zeggen dat onze balansen getest worden. Door de ECB-rente, die van heel laag naar de huidige 4% is gestegen, hebben we bovendien in versterkte mate te maken met de liquiditeitsvraag. Vooral voor levensverzekeringsmaatschappijen kan dit een issue zijn. Het bijeffect van de hogere rente is dat je waarschijnlijk meer cash collateral nodig hebt als dekking voor je verplichtingen.’

Herbalanceren hard nodig

Rijken zegt veel te investeren in private markets, waarvan een groot deel in hypotheek en direct lending. ‘Door deze allocaties is de balansdynamiek compleet anders dan voorheen. Door de gestegen rente zijn de verhoudingen tussen liquide en illiquide assets in de portfolio’s gewijzigd en dienen die opnieuw te worden geoptimaliseerd.’ Voor veel beleggers leidt de combinatie van de lage liquiditeit van private assets en de benodigde kasmiddelen om de renteschommelingen in hun portefeuille te verminderen echter tot extra focus op liquiditeit, constateert Rijken. ‘Dus vandaag de dag heb ik extra aandacht voor het hedgen van de rente alsmede voor de opbouw van mijn beleggingsportefeuille om te zorgen dat die onder deze uitdagende omstandigheden goed blijft presteren.’

Van Kamp noemt de liquiditeit ook een belangrijk actueel thema. ‘Binnen private markten heb je veel ruimte om te differentiëren, bijvoorbeeld in private debt. Wij beleggen momenteel in corporate debt, infra debt en daarnaast in financieringen van commercieel vastgoed, waarbij de looptijden variëren van 1 tot 20 jaar en alles daartussen. Daarin zit continu verloop. Dus ook al hebben we het over een private market asset, toch haal je er in de praktijk minder illiquiditeit mee op de balans dan je zou verwachten. Binnen de vastgoedportefeuille hebben wij closed-end fondsen, direct assets en open-end fondsen. Dan is er altijd liquiditeit te vinden.’ Die zit ook in de waardeinstijgingen en -dalingen van het vastgoed in portefeuille, voegt Van Kamp daaraan toe. Dus al worden private markten als vrij illiquide beschouwd, Van Kamp zegt daar met het geschetste beleggingsbeleid geen last van te hebben.

Stijgende allocatie naar private markten

Private markets zijn er met een reden, vult Salomons aan. Hij haalt een casus van een

pensioenfonds aan die hij gebruikt in de collegezaal. Wanneer de spreekwoordelijke storm opsteekt, zie je dat meteen in publiek verhandelbare assets. Private assets zijn illiquide, waardoor de asset allocatie tijdelijk uit balans kan raken. Zolang er geen cashbehoefte is, is dat geen probleem. ‘Dus als je budget voor illiquide assets 20% is en je hebt geen stress als dat stijgt naar 40%, dan is dat prima. Jouw liquiditeitsbehoefte zou primair ingevuld moeten worden vanuit de matching-portefeuille en high quality investment grade beleggingen.’ Alles bij elkaar genomen is het volgens Salomons de bedoeling dat een deel van je portefeuille rendement levert, ‘terwijl je ook je rente afdekt en zodanig belegt dat je uiteindelijk voldoet aan de solvabiliteits-eisen.’

Daarmee is de taartpunt ‘beperkingen’ aangesneden. Zeggen vraagt Hunt hoe hij met zaken als beschikbare liquiditeit, kapitaalbeslag en ESG-vereisten omgaat. Hunt stelt dat de energietransitie een aparte allocatie binnen de beleggingsstrategie behoort te zijn, zeker omdat er nog zoveel geld nodig is. ‘Je ziet ook druk ontstaan op zowel de projectfinanciering als op de projectwaarderingen. Dit creëert het gat dat gevuld moet worden door private credit-oplossingen. Die vormen evenwel de meest dynamische asset class, dus om op deze markt succesvol te zijn, moet je best-in-class-partners vinden om deze oplossingen te ontwikkelen. Hiervoor dien je cruciale vragen te stellen, zoals: kan de gezochte partij de assets bouwen, hebben ze dit eerder succesvol gedaan en zijn ze in de goede markt actief waar ondersteunende in plaats van beperkende regulering geldt?’

Groen = groen?

Eerder tijdens het seminar mocht de zaal van Zeggen raden of er meer dan 300 duurzaamheidslabels voor beleggers bestaan. Het bleken er meer te zijn. Tijdens de paneldiscussie wil Zeggen daarom weten of men denkt dat we de juiste regulering hebben voor heldere green-washing-criteria. Rijken denkt dat de regulering wat dat betreft adequaat is. ‘Als ik met asset managers over private markets praat, zie ik dat de SFDR hen pusht om stappen voorwaarts te zetten. Als asset owner helpt het ook enorm om meer data en informatie te krijgen. Maar we zijn er nog niet. Om er zeker van te zijn dat de aangeboden informatie ook voldoet aan de geldende vereisten, hebben we checks and balances nodig. Die komen van regelgevers, accountants en cetera. Wij hebben niet de specialisten in huis om dit te beoordelen.’

‘Zeker in private markets is nog gebrek aan data van hoge kwaliteit.’

Maar al met al denk ik dat de regulering in de juiste richting evolueert.’

Salomons zegt het voorrecht te hebben van twee petten. Enerzijds is hij academicus, anderzijds werkt hij voor een verzekeraar. ‘Dus als ik straks op iemands tenen sta, dan schaar ik dat onder academische vrijheid. Maar mócht ik iets heel waardevols zeggen, dan komt dat uit mijn commerciële inborst als verzekeraar.’ Maar in alle ernst onderstreept ook hij het belang van data en transparantie. ‘Ik ben van nature sceptisch en zie ineens allerlei asset managers die niet zozeer het heil van een groene wereld vóór alles zetten, maar vooral druk bezig zijn een duurzaamheids-glansje op hun producten te poetsen. Ook dáárom zijn meer data en transparantie essentieel. Want zeker in private markets is er nog gebrek aan data van hoge kwaliteit.’

Het klimaat klopt aan

Dan geeft Zeggen ruimte aan de toehoorders. Een van hen wil weten of de panelleden hun operational due diligence in huis houden of uitbesteden. Van Kamp werkt bij ieder van haar strategieën met verschillende externe adviseurs. ‘Dat geldt bijvoorbeeld bij onze strategieën voor infrastructure equity en private debt. Onze adviseurs helpen ons met long- en shortlisting van beleggingen en met de due diligence. Maar het zijn onze eigen teams die dit ondersteunen en beoordelen.’ Ook Rijken houdt zijn financiële en operationele due diligence in huis wat betreft de beslissingen over nieuwe beleggingen. Voor ESG vaart hij op de informatie van externe specialisten.

Vervolgens wil Zeggen de potentieel grootste uitdaging voor beleggers bespreken: het klimaatrisico en de impact daarvan op hun beleggingsportefeuilles. Hoe beïnvloedt dat risico de keuze voor assets en speelt het ook een rol in andere beslissingscriteria binnen het beleggingsbeleid? Volgens Hunt is het klimaatrisico een kernoverweging bij alle beleggingskeuzes. Daarnaast beheert zijn beleggingsorganisatie ook een energietransitiefonds.

Van Kamp houdt bij alle beleggingen in klimaatgevoelige assets rekening met dit risico in haar streven de hele portfolio zo climate proof mogelijk te maken. ‘Voor onze hypotheekportefeuille hebben we onderzocht wat de klimaatimpact op de locatie van onze assets is en keken we wat we kunnen doen om de

hypotheekgevers te helpen hun huizen klimaatbestendiger te maken. Iets soortgelijks deden we voor onze vastgoedportefeuille, waarbij we keken naar onze Europese portefeuilles en daarbij focusten op het probleem van hittestress. Op basis van onze conclusies hebben we geprobeerd een plan te maken om de assets minder gevoelig te maken voor hittestress, zonder tegelijkertijd het energieverbruik van het betreffende vastgoed te verhogen.’ Rijken voert een jaarlijkse risicoanalyse uit waarvan klimaatrisico een onderdeel is. Hij ziet het overstromingsrisico als het voornaamste risico voor zijn assets. Over andere klimaatrisico’s maakt hij zich voor zijn portefeuilles weinig zorgen.

Waar zit toegevoegde waarde?

Tot slot informeert Zeggen naar de toegevoegde waarde van private markets, rekening houdend met onder andere (il)liquiditeit, regulering, klimaatrisico’s en stijgende rentes. Rijken benadrukt dat het een kwestie is van zoeken naar assets die bij het verzekeraarsprofiel van langlopende verplichtingen horen. Vanwege de illiquiditeitspremie helpen beleggingen in private markten hem door de tijd heen aan een bevredigend rendement.

Voor Hunt ligt de maatschappelijke meerwaarde van beleggen in private markets in het voorzien in de grote kapitaalbehoeften binnen bepaalde private marktsegmenten. Tevens biedt het financiële kansen aan beleggers, aldus Hunt.

Door het huidige klimaat, met centrale banken die de rente verhogen en regeringen die gebukt gaan onder tekorten, loopt Salomons liever kredietrisico dan renterisico. Hij wijst dan vooral op private credits waarvoor je uitgebreide due diligence hebt gedaan.

Voor Van Kamp spelen private market assets vooral een rol van toegevoegde waarde in beleggingen op maat, wat volgens haar nuttig kan zijn voor de klimaatdoelstellingen. ‘Wij willen aanvullend € 6 miljard investeren in klimaatgerichte beleggingen. Daarvoor kun je echt programmatische initiatieven aangaan met managers op het gebied van kredieten voor de energietransitie, investeringen in zeer duurzaam vastgoed en infrastructuurinvesteringen in de energietransitie. Omdat het universum zo groot is en er zoveel verschillende managers zijn, vind je altijd een interessante en nuttige belegging.’ ■

‘Op lokaal niveau is vaak onvoldoende geld beschikbaar om projecten in hernieuwbare energie uit te rollen.’

CONCLUSIE

Private markets verbinden langetermijnkapitaal, -assets, -verplichtingen en -doelen met elkaar.

Duurzaamheidsdata van hoge kwaliteit zijn zeker voor private assets nog zeldzaam.

Het overstromingsrisico beschouwt men momenteel als het meest impactvolle klimaatrisico voor beleggingsportefeuilles.

Beleggen in private markets kan positieve maatschappelijke effecten hebben, wat van belangrijke toegevoegde waarde is.

In private markets is altijd een belegging op maat te vinden, wat onder andere voor klimaatdoelstellingen binnen de beleggingsportefeuille nuttig kan zijn.

Setting standards: ESG euro credit

LGIM's recent launch of its actively managed L&G ESG Euro Credit Fund is in response to demand from institutional investors to standardise the investable credit universe, based on ESG metrics.

By our editorial team

The euro credit market has grown steadily in the past few decades, helped by the ECB's ability to buy corporate bonds several years ago. LGIM has been active in this market since 2007. The asset manager believes the launch of its new ESG-focused euro credit fund fills a requirement to make funds with more stringent ESG mandates available to a wider proportion of institutional investors.

The newly launched ESG euro credit fund is co-managed by Marc Rovers, Head of Euro Credit Portfolio Management, and Connor Olvany, Portfolio Manager, European Credit – both based at LGIM's headquarters in London.

This new fund will be made available in the Netherlands through the Amsterdam-based LGIM institutional team, headed by Marcel Linotte.

The fund aims to provide long-term returns through a combination of income and capital growth, while maintaining a lower weighted average carbon intensity than the broader European investment-grade credit universe.

'We believe our clients also want to see a clear standard when it comes to business involvement and potentially controversial activities, across all of their investment portfolios.'

Why do you believe this is the right time to launch an ESG euro credit fund?

Rovers: 'LGIM is a leading asset management firm¹ when it comes to responsible investing. Analysing the governance part of environmental, social and governance factors has always been a key factor in our investment process. The major defaults that happened in the euro credit market in the past were typically the result of a failure around governance, so we believe extra scrutiny around this is crucial. We believe the new fund also fits well within our existing stable of products. The amount of assets under management we aim to be aligned to net zero by 2030 is 70%.² We believe this fund will go some way towards helping us achieve that.'

What are the key differentiating features of the fund?

Olvany: 'The fund aims to have a higher ESG threshold for what, we deem, is an appropriate investment. That means we won't invest in certain products, or sectors, such as tobacco, gambling, and fossil fuels.'

Furthermore, criteria for companies are more stringent. For example, while utility companies can be included in the portfolio, they will only be included if no more than 5% of the electricity generated is from non-renewable sources.

Additionally, we have increased our minimum standards relating to ESG controversies, scores, and policies. To apply our ESG investment process, we utilise both MSCI ESG data and our own proprietary analysis and feedback from engagement with companies.'

What is the benefit of using MSCI data?

Linotte: 'The fund is benchmarked against the iBoxx MSCI ESG EUR Corporates Index, which enables us to compare our active performance within a more restricted, more sustainable universe, on a like-for-like basis. We believe our clients also want to see a clear standard when it comes to business involvement and potentially controversial activities, across all of their investment portfolios. MSCI ESG offers such a standard, excluding certain activities and issuers from this benchmark, and from client portfolios in a consistent way. There will always be different opinions on controversies.'

'We want companies to have clear targets around climate change.'

Volkswagen³ is as an example because of current concerns with regards to working conditions at its factory in China. While the company is permitted for investment by some ESG data providers, the bonds are currently not investable according to the MSCI ESG screen.'

You use a 'controversy screen', based on your own engagement with companies? What does that entail?

Olvany: 'We actively engage with all the companies in which we invest, or are considering investing in. We want companies to have clear targets around climate change. This is also true for companies such as those found in the cement industry, and which have a high carbon footprint. We engage with these types of companies to provide us with details about the transformation they are making towards a lower carbon footprint. Where companies don't engage, we use our range of stewardship tools to try and aim to influence a better outcome.'

Are there sufficient corporate bonds in which to invest?

Olvany: 'There are over 700 issuers represented in the iBoxx EUR Corporate Bond Index⁴. When we apply our ESG criteria, there are still over 500 eligible issuers and close to 3,000 bonds. We believe that's plenty for an actively managed, diversified portfolio, which will consist of over 200 different bonds through which we can express different investment themes.'

Will the use of more stringent criteria mean the expected return is lower?

Olvany: 'We don't believe using strict criteria will make a material difference to our overall total returns. The duration of the bonds is approximately 4.5 years, which is comparable with our existing euro credit fund. Yields on both of those funds currently stand at over 4.5%.⁵

Rovers: 'In the case of the new fund, we use an MCSI ESG benchmark provided by iBOXX. We aim to outperform that benchmark because of what we believe is our rigorous investment approach.'

Olvany: 'Although we use the iBOXX benchmark, with MSI ESG data, it doesn't mean that we take the benchmark as our starting point. We follow the same investment approach as for all our actively managed funds.'

There's been a lot of talk of greenwashing around ESG funds. How do you react to that?

Rovers: 'I often say jokingly that there's a good reason why we have 'Legal' in the name of our firm. We believe we have been cautious from the start in how we classify our funds. All our SICAVs are classified as Article 8. This classification means that we actively promote environmental and social characteristics.'

Where do you see demand for this type of product?

Linotte: 'The demand for sustainable investing has risen over the years and comes with many specific objectives, in varying forms, across a wide range of investors. Our clients appreciate the strong credit capability and ESG credentials of our firm. With this fund we believe we can offer clients, in our key markets, a pooled solution that invests in a more sustainable universe. Furthermore, we believe we can improve the environmental, social and governance profile of clients' European corporate bond exposure, while seeking to maintain return and performance objectives.' ■

1 Source: LGIM ranks #3 of the world's largest asset managers across responsible investment themes, and as one of only 5 managers to be ranked in the top category (A). Source: Point of No Returns: A ranking of 75 of the world's asset managers approaches to responsible investment, ShareAction, March 2020 (<https://shareaction.org/research-resources/point-of-no-returns/>).

2 Source: LGIM's Active Ownership report, 2022.

3 For illustrative purposes only. Reference to a particular security is on a historic basis and does not mean that the security is currently held or will be held within an LGIM portfolio. The above information does not constitute a recommendation to buy or sell any security.

4 Source iBoxx EUR Corporate Bond Index as at 30 September 2023.

5 Source: Bloomberg as at 18 October 2023.

Key risk warnings

For professional clients only. Not to be distributed to retail clients. This is a marketing communication. Please refer to the prospectus of the fund and to the key investor information document before making any final investment decision.

The value of investments and the income from them can go down as well as up and you may not get back the amount invested. Past performance is not a guide to future performance.

The information in this document (a) is for information purposes only and we are not soliciting any action based on it, and (b) is not a recommendation to buy or sell securities or pursue a particular investment strategy; and (c) is not investment, legal, regulatory or tax advice. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass.

Please refer to the prospectus of the fund and to the key investor information document before making any final investment decisions, these can be found on www.lgim.com.



Marcel Linotte

Head of Netherlands, Institutional Distribution, LGIM



Marc Rovers

Head of Euro Credit Portfolio Management, LGIM



Connor Olvany

Portfolio Manager, European Credit, LGIM

SUMMARY

LGIM's new Euro Credit Fund fills a requirement to make funds with more stringent ESG mandates available to a wider proportion of institutional investors.

Demand for sustainable investing has risen over the years.

The new fund will help LGIM to achieve its aim of aligning 70% of assets under management to net zero by 2030.

Bail-inable obligaties voor de nutssector?

Nutsbedrijven vervullen een belangrijke rol in de energietransitie. Ze investeren immers miljarden in klimaatneutrale energie-infrastructuur. Deze investeringen worden meestal mogelijk gemaakt door directe en indirecte overheidssteun. Dit maakt ze echter ontvankelijk voor het nemen van extra risico, met alle gevolgen van dien. Is het tijd voor bail-inable obligaties voor nutsbedrijven?

Door *Mahsun Dogan* en *Kiemthin Tjong Tjin Joe*

Nutsbedrijven ontvangen steeds meer overheidssteun. De vraag is of dit ertoe zal leiden dat nutsbedrijven bovenmatige risico's nemen, in de verwachting dat de overheid toch wel zal bijspringen als investeringen niet helemaal uitpakken zoals gepland. Een dergelijke reflex hebben we eerder gezien bij de grootbanken, vlak voor de kredietcrisis in 2008. Is de tijd rijp voor bail-inable obligaties voor de nutssector?

‘Nutsbedrijven weten dat de overheid ze hoogstwaarschijnlijk zal redden in tijden van nood, dus ook bij hen bestaat een prikkel om onnodig risico te nemen.’



Wat is een bail-inable obligatie?

Tijdens de kredietcrisis van 2008 staken overheden miljarden aan belastinggeld in de banken om het vertrouwen in het bankensysteem terug te krijgen. En met succes. Echter, de bevolking was ontstemd. Waarom werden investeerders in banken gered en kwamen de managers van die banken, die miljoenen aan bonussen kregen, ermee weg? Moest mismanagement niet worden afgestraft?

Om te voorkomen dat de belastingbetaler opnieuw de klappen zou moeten opvangen, kwamen de financiële autoriteiten, onder leiding van de Financial Stability Board (FSB), met maatregelen om het asymmetrische risico aan te pakken. Deze maatregelen waren onder an-

dere het versterken van de financiële buffers van banken, het verbieden van handel in bepaalde financiële producten en de revolutionaire introductie van bail-inable obligaties. In tegenstelling tot conventionele senior unsecured obligaties kunnen banken korten op hun bail-inable obligaties als ze niet kunnen voldoen aan hun verplichtingen. Doordat de houders van bail-inable obligaties in zo'n geval worden gekort, kan de bank blijven bestaan.

Banken zijn met bail-inable obligaties geneigd voorzichtiger te zijn met het nemen van risico's, want risico nemen is duurder: de spread op bail-inable obligaties is hoger dan op gewone senior unsecured obligaties. Daarnaast is er de betere monitoring van de kapitaalverstrekkers. Bij

‘Door (een deel van de) obligaties bail-inable te maken voor de nutssector komt een groter gedeelte van het risico bij de private sector terecht.’

de overname van Credit Suisse door UBS op 19 maart 2023 bleven de houders van Additional Tier 1-obligaties van Credit Suisse met lege handen achter. Zij hadden bij de uitgifte een extra vergoeding gekregen ten opzichte van de normale senior unsecured obligaties van Credit Suisse. De houders van deze obligaties krijgen op de afloopdatum wel hun geld terug.

Tegenstrijdige belangen bij nutsbedrijven?

Het initiële probleem van de banken speelt in principe ook bij nutsbedrijven. Onze economie kan niet draaien zonder nutsbedrijven, dus zullen ze in tijden van stress gered moeten worden door de overheid. Een mooi voorbeeld is gasimporteur Uniper, dat in 2022 werd gered door de Duitse overheid. Daarover was weinig weezin te bemerken bij de belastingbetaler, want het probleem lag bij de Russische president Vladimir Poetin en niet bij graaiende managers. Nutsbedrijven weten dat de overheid ze hoogstwaarschijnlijk zal redden in tijden van nood, dus ook bij hen bestaat een prikkel om onnodig risico te nemen.

Een ander actueel voorbeeld van een nutsbedrijf dat slecht door de markt is gecontroleerd, is Thames

Water uit het Verenigd Koninkrijk. Thames Water kwam in de problemen door slecht management, maar ook omdat het voor het bedrijf loonde om een hoge schuld te hebben. De toezichthouders laten namelijk de prijzen die nutsbedrijven mogen doorrekenen bepalen door leverage. Een nutsbedrijf met een hoge leverage kan een hogere prijs vragen dan een bedrijf met een lagere leverage.

Er zijn natuurlijk verschillen tussen financiële instellingen en nutsbedrijven. Als een nutsbedrijf omvalt, dan is het niet zo dat deze als een dominosteen de rest van de nutsbedrijven meetrekt naar de ondergang. Toch zal een nutsbedrijf hoogstwaarschijnlijk worden gered door de overheid als het niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. Nutsvoorzieningen moeten namelijk beschikbaar blijven.

De meeste nutsbedrijven in Nederland zijn in private of semi-private handen, waarvan een aantal in eigendom is van multinationals. Met andere woorden, ook in deze sector zijn er aandeelhouders die hun winst willen maximaliseren, maar niet alle risico's willen dragen. Er is in deze sector dus ook sprake van asymmetrisch risico.

Bail-inable obligaties nutssector?

Er zijn dus valide argumenten om bail-inable obligaties ook in te voeren voor nutsbedrijven. Door (een deel van de) obligaties bail-inable te maken voor de nutssector komt een groter gedeelte van het risico bij de private sector terecht. Het wordt dan duurder en lastiger voor nutsbedrijven om aan kapitaal te komen en de obligatiehouders hebben te maken met een grotere verantwoordelijkheid en meer risico, omdat de ultieme steun van de overheid wegvalt.

Echter, de vraag is of een redding door de overheid van nutsbedrijven net zo'n allergische reactie bij de bevolking zal opwekken als de redding van banken. Vermoedelijk is er meer draagvlak om nutsbedrijven te redden, dan banken. Met andere woorden, de politieke wil om bail-inable obligaties in te voeren bij nutsbedrijven is waarschijnlijk kleiner. Daarnaast zal het uitrollen van een bail-in regime ook internationaal moeten worden aangepakt, om oneerlijke concurrentie te voorkomen. Immers, als een land een dergelijk regime niet heeft, dan hebben de bedrijven daar een voordeel, omdat ze dan goedkoper aan kapitaal kunnen komen. Er is voor nutsbedrijven echter geen internationale organisatie die een voortrekkersrol op zich kan nemen om het internationaal op de agenda te zetten.

Concluderend kan worden gesteld dat de nutssector vanwege mogelijke 'moral hazard' een goede kandidaat is voor bail-inable obligaties, maar dat de politieke wil nu (nog) ontbreekt. ■



Mahsun Dogan

Senior Portfoliomanager
Credit Investments,
PGB Pensioendiensten,
geschreven op persoonlijke titel



Kiemthin Tjong Tjin Joe

Senior Investment Manager,
Stichting Nedlloyd
Pensioenfonds,
geschreven op persoonlijke titel

IN HET KORT

Tijdens de kredietcrisis van 2008 werden banken gered door overheden, waardoor houders van senior obligaties geen schade leden.

Hierna werden voor banken bail-inable obligaties geïntroduceerd, waardoor de rekening bij een bankenfaillissement niet alleen bij de belastingbetaler, maar ook bij obligatiehouders terecht komt.

De vraag is of deze obligaties voor de nutssector, die ook een essentiële functie vervult, ingevoerd kunnen worden.

The case for high yield

Improved credit quality and attractive yields support the case for high yield bonds. Why is that and why is the category interesting right now?

By Jason Bauer, Paul Massaro and Rodney Rayburn

High yield bonds have produced durable returns over time

Global high yield bonds have broadly performed favorably across different market cycles. Since 1980, the high yield market has only experienced seven calendar years of negative returns. Perhaps even more impressive is that there have never been two consecutive years of negative returns in the asset class covering 40 years.

Following a year of negative returns, the asset class usually experienced a year of outsized gains or several years of modest returns.

This resilient return pattern is simply due to ‘bond math’. The high yield market may experience bouts of weakness, resulting in lower dollar prices, but it still generates high coupons, and eventually bonds are pulled to par as they near maturity, fortifying the returns recovery.

Leveraged credit has generated compelling risk-adjusted returns

While return is certainly an important consideration when evaluating an asset class, volatility must also be evaluated. The Sharpe ratio, which measures return in excess of the risk-free rate¹

per unit of standard deviation², can be a useful metric to compare risk-adjusted returns across asset classes. Over the last 10 years, high yield bonds have had the second-highest risk-adjusted returns, trailing only below investment-grade bank loans. Consequently, we believe that investors have been fairly compensated for the additional performance risk when moving to below investment-grade credits.

Low default rate profile

Although the macro backdrop remains challenging for risk assets, high yield fundamentals continue to be resilient. Since the global financial crisis (GFC), high yield market new issuance has been dominated by refinancings, as issuers capitalized on historically low interest rates. Additionally, record capital markets activity in 2020 and 2021 (post-COVID drawdown) at cheap financing rates has strengthened balance sheet liquidity and increased interest coverage³ metrics to peak levels. The high yield default rate marginally

increased to 1.6% in June 2023 from 0.8% in December 2022, but remains well below its long-term average of 3%.

Why high yield bonds now?

There is, as shown, good reason to seriously consider high yield bonds. We see three justifications for why we should do so right now.

(1) Evolution to a higher credit quality market

The current high yield market is drastically improved compared with the GFC in terms of credit quality. Using the Credit Suisse High Yield index as a proxy, the high yield market has migrated up considerably in credit quality since the GFC. In 2007, only 37% of the index had at least one BB rating, but today that figure is roughly 60%. Partially the result of record fallen angel volume (\$ 240 billion) entering high yield in 2020, the average company in the high yield market has a larger market cap and generates more free cash flow today than prior to the GFC. Therefore, we feel the asset class is in a

‘Since 1980, the high yield market has only experienced seven calendar years of negative returns.’

FIGURE 1: HIGH YIELD BOND ANNUAL RETURNS

Only seven negative return years since 1980.



Source: J.P. Morgan Chase Global High Yield Index. As of 30 June 2023. Past performance is not a reliable indicator of future performance.

‘Over the last 10 years, high yield bonds have had the second-highest risk-adjusted returns, trailing only below investment-grade bank loans.’

position of strength, should the economic outlook weaken.

(2) Today’s yields have rarely been observed over the last 10 years. Rate and credit spread⁴ volatility since the first quarter of 2022 have resulted in attractive yields and dollar discounts not seen since the GFC, attributed to unprecedented quantitative tightening and related recession

fears. As of 30 June 2023, the yield to worst⁵ on the J.P. Morgan Global High Yield Index was north of 9%. This is well above the average level of 6.86% observed over the last 10 years. Considering that the credit quality of the market is much higher today, the absolute yield on the asset class screens attractive, especially compared with similar dislocation levels during the energy crisis (2015–2016) and the pandemic sell-off, when both the quality and fundamentals of the market were lower than levels observed today.

(3) Yields indicate attractive valuation

While we cannot predict future returns from current yields, we can use history as a baseline for when the high yield market had similar yield levels and what forward, or subsequent, returns looked like. Since 2012, the high yield market has crossed the 9% yield threshold five times. In each instance, the one-year forward return picture has been in the mid-double-digit range. Since 2012, the median

12-month forward returns have been in double digits when yields in the market have exceeded 7%. ■

- 1 Risk-free rate of return is a theoretical return of an investment with zero risk and the measure is used as a rate against which other returns are measured.
- 2 Standard deviation measures historical volatility. Higher standard deviation implies greater volatility.
- 3 Interest coverage measures an issuer's ability to meet its interest payment obligations.
- 4 Credit spread measures the additional yield that investors demand for holding a bond with credit risk over a similar-maturity, high-quality government security.
- 5 Yield to worst is a measure of the lowest possible yield on a bond whose contract includes provisions that would allow the issuer to redeem the securities before they mature.

Important Information

This material is provided for informational purposes only and is not intended to be investment advice or a recommendation to take any particular investment action. The views contained herein are those of the authors as of September 2023 and are subject to change without notice; these views may differ from those of other T. Rowe Price associates. This information is not intended to reflect a current or past recommendation concerning investments, investment strategies, or account types, advice of any kind, or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or investment services. The opinions and commentary provided do not take into account the investment objectives or financial situation of any particular investor or class of investor. Please consider your own circumstances before making an investment decision. Information contained herein is based upon sources we consider to be reliable; we do not, however, guarantee its accuracy. Fixed-income securities are subject to credit risk, liquidity risk, call risk, and interest-rate risk. As interest rates rise, bond prices generally fall. Investments in high-yield bonds involve greater risk of price volatility, illiquidity, and default than higher-rated debt securities. International investments can be riskier than U.S. investments due to the adverse effects of currency exchange rates, differences in market structure and liquidity, as well as specific country, regional, and economic developments. Past performance is not a reliable indicator of future performance. All investments are subject to market risk, including the possible loss of principal. All charts and tables are shown for illustrative purposes only. T. Rowe Price Investment Services, Inc. © 2023 T. Rowe Price. All Rights Reserved. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE, and the Bighorn Sheep design are, collectively and/or apart, trademarks of T. Rowe Price Group, Inc.



Jason Bauer

Sector Portfolio Manager,
High Yield, T. Rowe Price



Paul Massaro

Head of Global High Yield Team,
T. Rowe Price



Rodney Rayburn

Portfolio Manager,
High Yield Fund, T. Rowe Price

FIGURE 2: GLOBAL HIGH YIELD MARKET DEFAULT RATES



Source: J.P. Morgan Chase & Co. As of 30 June 2023. Past performance is not a reliable indicator of future performance

SUMMARY

The global high yield market has performed well across different market cycles thanks to high coupons and a return to par at maturity.

Issuer fundamentals have remained resilient despite the challenging macro backdrop.

Improved credit quality is paired with the most attractive yields available in over a decade.

A glimpse into 2024

The last few decades have seen global growth driven by the ballooning of both financial and ecological debt. Both have reached a limit which will trigger deep changes in the current economic model. A transition towards a more sustainable, less optimised and less globalised economic system is the only way to avoid significant value destruction, according to Tikehau Capital's Deputy CEO and Co-CIO Thomas Friedberger. He sees that significant investment opportunities are already emerging for investors who appreciate these developments.

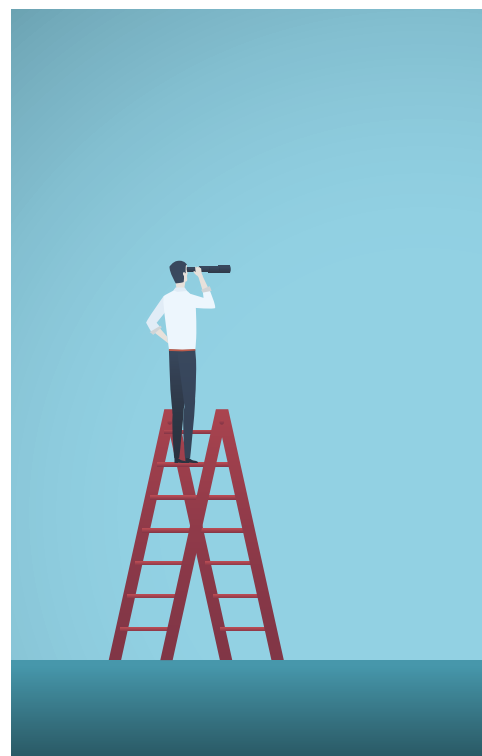
By our editorial team

How would you assess the current economic landscape?

'Since the mid-1980s, three factors that were very favourable for the generation of corporate earnings were combined in an exceptional way: falling interest rates, the continued decline in corporate income tax rates, and globalisation. These tailwinds have allowed companies to over-optimize their production tools, taxation strategies, and even the levels of equity with which they have operated, all aimed at maximising their profitability. However, tensions between the US and China, the COVID-19 pandemic, and the war in Ukraine have collectively reversed all three factors. As a result, headwinds to infinite economic growth are emerging.

Global growth will slow down in the coming decades, which isn't bad news, considering that the search for exponential growth in recent decades has had a negative impact on climate and biodiversity (E), has increased inequality (S), and has resulted in the

'A transition towards a more sustainable, less optimised and less globalised economic system is the only way to avoid significant value destruction.'



misallocation of capital induced by overly accommodative monetary policies (G).'

What does that mean for investors?

'The coming decades will prove that extra-financial criteria generate financial performance. This is excellent news since the much-needed orientation of capital towards virtuous investments can only materialise if these investments are financially profitable.

Faced with a new paradigm that combines globalisation with vulnerability, companies must generate resilience. This involves shifting production closer to the consumer instead of locating it in the countries with the lowest costs, paying taxes in the jurisdictions where they operate, and operating with larger equity buffers and less leverage to cope with uncertainty. The 'relocation' and return of local ecosystems make it possible to move towards a more sustainable but less optimised growth model. To create this resilience, companies, public services and states must invest massively across several areas. These areas, due to their significant investment requirements, constitute megatrends with strong growth potential in a world characterised by low growth.

But growth levels will not be enough to support the volume of debt within the system. Therefore, the shift from seeking

‘The energy transition offers a competitive advantage in a context of deglobalisation.’

efficiency and optimisation to seeking resilience and sustainability will lead to increased dispersion, greater volatility, and higher risk premiums. It will also restore a price for capital and liquidity.’

You say ‘excellent news’, why is that?

‘Our investment enthusiasm has three main drivers. Firstly, we are moving towards more sustainable growth. Ignoring extra-financial criteria will not only destroy financial value, but also generate considerable financial risks. Companies that don’t perform on the basis of non-financial criteria already have access to smaller amounts of available capital. Their cost of financing and cost of capital are rising, creating a massive competitive disadvantage compared to their more successful competitors on these criteria. We observe this across our investment activities in debt (private debt and debt traded on capital markets) and in capital (private equity and listed equities), but also in real estate and infrastructure. Insurance premiums for bad performers are also rising rapidly and the trend is accelerating.

The refusal to consider new measures is now overshadowed by reality: the over-optimisation facilitated by the continuous fall in interest rates and globalisation increases margins but weakens the system and increases risk. Ultimately, it threatens to destroy more value than this system creates. The COVID crisis serves as an illustration of this and acts as a warning. Climate change and the social instability it generates will destroy even more value. Also, performance based on extra-financial criteria could, in the relatively short term, provide companies with a valuation premium. In addition to concentrating strong growth, sectors that contribute to economic resilience are likely to have higher multiple valuations.’

Besides extra-financial criteria, what else is critical?

‘The growth opportunities offered by all of this. Thus the second driver is that the

amount of investment needed to fund the transition to a sustainable model is so great, that if these investments are well executed, they will trigger strong growth in a world characterised by increasingly weak growth. The example of the energy transition is particularly interesting. As well as addressing the climate issue, the energy transition offers a competitive advantage in a context of deglobalisation. The necessity to relocate industrial production to the countries where consumers are located involves significant investments as well as an increase in labour costs. Investing in energy-efficient buildings, production methods, supply chains and vehicles will enable companies to stay competitive.

It is clear, therefore, that the energy transition is more than just a nice-to-have gimmick or a superficial attempt to greenwash communication. It is a crucial competitive advantage that grants a license to operate. Without it, companies will lose their competitiveness and financial profitability. What’s more, the energy transition creates jobs and is a factor in energy sovereignty for governments. The energy transition will attract massive flows of investment, making it a strong growth megatrend.

Finally, the third reason for optimism is that value creation is switching from asset allocation to asset picking. Capital expenditures are often seen as the enemy by investors, because only the best companies, that are well managed and have strong governance, efficiently invest their free cash flow. Deglobalisation and the rise in interest rates create dispersion between the performance of companies in the same sector or geography. Across all asset classes, economic value creation for the investor shifts from asset allocation to value selection. When favourable conditions prevailed, positioning oneself in the right asset class was enough to generate performance. When the conditions become more challenging, only the best elements manage to stand out from the crowd. Identifying them requires in-depth fundamental analysis, both financial and extra-financial. In the long term, we are convinced that financial and extra-financial criteria are two sides of the same coin: to be profitable, growth must be sustainable. ■

Important notice:

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



Thomas Friedberger

Deputy CEO and Co-CIO,
Tikehau Capital

SUMMARY

The global economy is entering a new long-term cycle with lower growth, increased dispersion, greater volatility and higher risk premiums.

The coming decades will prove that extra-financial criteria generate financial performance. This is excellent news since the much-needed orientation of capital towards virtuous investments can only materialise if these investments are financially profitable.

There are three reasons for investment enthusiasm: the move towards more sustainable growth, megatrends driving growth in a slow economy, and value creation switching from asset allocation towards asset picking.

Het concreet maken van impactbeleggen

Zitten pensioenfondsen in een transitie van duurzaam beleggen naar impactbeleggen, of is de werkelijkheid anders? Evalinde Eelens, onafhankelijk beleggingsdeskundige, ging met Wilse Graveland, Hoofd Institutional Solutions bij Van Lanschot Kempen Investment Management, in gesprek over het concretiseren van de impactambitie.

Door Jan Jaap Omvlee

Op de vraag wat de transitie van duurzaam beleggen naar impactbeleggen voor pensioenfondsen betekent, zegt Evalinde Eelens dat er wat haar betreft geen transitie is. 'Impactbeleggen valt onder de definitie van duurzaam beleggen. Mede door wet- en regelgeving, zoals de SFDR, is er meer aandacht gekomen voor impactbeleggen. Toen we destijds begonnen met duurzaam beleggen, werd er ook al naar impact gekeken. Dat momentum is toen wat afgenomen en nu trekt dat weer aan. Maar voor mij is er geen sprake van een transitie.'

Wilse Graveland: 'Veel pensioenfondsen doen al lang aan impactbeleggen. Nu is het door wetgeving en vanuit stakeholders belangrijker geworden om scherper te definiëren wat je exact doet. Er is wel een definitieverschil tussen duurzaam beleggen en impactbeleggen en dat heeft sterk te maken met de focus op zowel positieve impact alsook het mitigeren van negatieve impact.'

Waar zou een pensioenfonds echt in moeten beleggen?

Eelens: 'Allereerst, ik vind dat SDG 5 'gendergelijkheid' zwaar onderbelicht is en we zien,

'Er wordt vaak niet een slag dieper gekeken naar de vraag: welke SDGs kunnen ons helpen om alle 17 SDGs makkelijker te bereiken?'



zeker met de focus op de SDGs, dat de vooruitgang in gendergelijkheid afneemt, zoals dat ook werd vastgesteld tijdens de VN-top in New York eind september. En dat is zorgelijk, want ongeveer drie kwart van de SDGs is direct of significant afhankelijk van gendergelijkheid en dit is een drijvende kracht achter andere SDGs. Veel pensioenfondsen in Nederland hebben een focus op SDGs omdat daar in de verantwoording steeds naar gekeken wordt en omdat die vaker in de actualiteit zijn, zoals water of klimaat. Maar er wordt vaak niet een slag dieper gekeken naar de vraag: welke SDGs kunnen ons helpen om alle 17 SDGs makkelijker te bereiken? Dat vind ik een gemiste kans.'

Graveland: 'Mijn antwoord is: beleg uitsluitend in beleggingen waarvan zowel de negatieve als de positieve effecten zichtbaar zijn vanuit zowel het duurzaamheids- als het economische perspectief. Als je ziet voor hoeveel beleggingen er eigenlijk nog geen goede duurzaamheidsstatus is! Zo levert de productie van elektronica de grootste bijdrage aan de CO₂-vervuiling. Het gaat ook om bewustwording: als ik in een bedrijf investeer, wat is dan de impact? Niet alleen vanuit een duurzaamheidsdefinitie, maar ook als er een tekort aan materialen ontstaat. Waar worden die geproduceerd en wat is daar de impact van? Op dat punt staan we nog maar aan het begin. Ik zou daarom beleggers willen oproepen: zorg dat je de impact van alle beleggingen weet! Dat is een data- en een verantwoordingsvraagstuk. Voor mij is impactbeleggen weten wat de

‘Het gaat ook om bewustwording: als ik in een bedrijf investeer, wat is dan de impact?’

impact van elke belegging is, om er ook verantwoording over te kunnen afleggen.’

Is dat ook een oproep aan pensioenfondsen om meer aandacht te besteden aan gendergelijkheid?

Eelens: ‘Absoluut, en ik zou het fijn vinden als ook mannelijke bestuurders zich daar sterk voor zouden maken. Want als je als vrouw die oproep doet, sta je toch minder sterk.’

Graveland: ‘Als je naar de gemiddelde samenstelling van pensioenfondsbesturen kijkt, zie je dat vrouwen flink in de minderheid zijn, ook bij vermogensbeheerders en uitvoerders. Wat mij betreft gaat de discussie verder dan man/vrouw. Met name een meer diverse besluitvorming is een punt van aandacht. Hetzelfde geldt voor senioriteit. Waarom zou iemand met 20 jaar ervaring iets per se beter weten dan iemand die net begonnen is bij een bedrijf? Diversiteit is ook voor mij zeker een thema. Daar speelt de man/vrouwrol in mee, maar ook leeftijd en andere voorkeuren.’

Eelens: ‘Het mooie van genderdiversiteit is dat het ook een drijvende kracht is voor diversiteit en inclusiviteit in het algemeen. Maar het gaat om veel meer: wat zijn de beleggingsthema’s die een bredere impact hebben dan enkel datgene waar ze op gericht zijn? Landbouw bijvoorbeeld. Klimaat is een groot thema en nauw verbonden met landbouw. Neem de manier waarop wij geïndustrialiseerde landbouw bedrijven op dit moment. We zouden meer moeten kijken naar regeneratieve landbouw, die een positieve bijdrage kan leveren aan het opslaan van CO2. Dat is dus heel wat anders dan de uitstoot van broeikasgassen die we nu hebben als gevolg van de manier waarop wij landbouw toepassen. Voedselproductie is verantwoordelijk voor 26% van de uitstoot van broeikasgassen. Zoek de gelaagdheid op en kijk naar de impact van het eindproduct en naar de productieketen. Kortom, als we problemen bij de kern aanpakken, kunnen we veel grotere stappen zetten.’

Als je impactambitie hebt, hoe is die dan te concretiseren?

Eelens: ‘Voor mij zijn er vijf stappen. Het begint altijd bij de deelnemers, aan wie je vraagt wat zij precies willen, hoe zij naar maatschappelijk verantwoord beleggen en impactbeleggen kijken, wat hun voorkeuren zijn en wat hun risicobereidheid daarin is. De tweede stap is de bestuurlijke stap: je gebruikt de deelnemersvoorkeuren en -wensen om beleggingsbeginselen te formuleren, specifiek over maatschappelijk verantwoord beleggen. Dat kan over principes gaan, bijvoorbeeld over het uitsluiten van controversiële wapens, maar ook over afwegingen. Hoe gaan wij ervoor zorgen dat de klimaattransitie goed tot haar recht komt? Gaan we dat doen door een industrie uit te sluiten of door de dialoog aan te gaan? Bij de derde stap wordt de fiduciair betrokken: wat is de belegbaarheid van die beleggingsbeginselen? Stap vier is de risico-rendementsafweging. Pensioenfondsen hebben een maatschappelijke rol en hebben de verantwoordelijkheid om maatschappelijk verantwoord beleggen mee te nemen in de portefeuille, maar uiteindelijk gaat het om risico versus rendement. De vijfde stap is de implementatie, monitoring en verantwoording. Voor ieder pensioenfonds is de uitkomst van die stappen anders. Er is geen ‘silver bullet’-oplossing. Het begint met de afhankelijkheid van wat je achterban wil en met je omvang.’

Graveland: ‘Het is mooi dat Evalinde andere stappen ziet dan onze organisatie eerder heeft gecommuniceerd. Dat geeft niet, maar het geeft wel aan dat je als bestuur eerst moet definiëren hoe je impactbeleggen wilt gaan aanpakken. Dus stap één is voor mij de belangrijkste: hoe combineer je je duurzaamheidsthema’s vanuit een economisch perspectief met voorkeuren van deelnemers. Je ziet dat fiduciairs heel graag naar een beleggingscategorie rennen of dat bestuurders het nog niet met elkaar eens zijn over de thema’s. Een duidelijk overzicht van de thema’s en investeringsmogelijkheden kan helpen om deze verbinding voor een langere periode te realiseren. Het begint voor mij met de verbinding op de grote economische en duurzaamheidsthema’s tussen bestuursleden en deelnemers. Financieel en maatschappelijk rendement gaan in mijn ogen prima samen en met impactbeleggen wordt dit geconcretiseerd.’ ■



Evalinde Eelens

Onafhankelijk
Beleggingsdeskundige



Wilse Graveland

Hoofd Institutional Solutions,
Van Lanschot Kempen
Investment Management

IN HET KORT

Er is geen sprake van een transitie naar impactbeleggen. Wel moeten pensioenfondsen scherper definiëren wat zij exact doen.

SDG 5 ‘gendergelijkheid’ is een drijvende kracht voor diversiteit en inclusiviteit en voor andere SDGs.

Beleg uitsluitend in beleggingen waarvan zowel de negatieve als de positieve effecten zichtbaar zijn vanuit zowel het duurzaamheids- als het economische perspectief.

Het realiseren van impactambitie begint voor Evalinde Eelens bij de vraag wat deelnemers willen. Voor Wilse Graveland is dat: hoe combineer je je duurzaamheidsthema’s vanuit een economisch perspectief met voorkeuren van deelnemers?

Wereldwijde grondwet nodig om klimaat te beschermen

Politici hebben te weinig oog voor de lange termijn. Alleen rechters hebben voldoende lange adem om de wereld tegen een klimaatcatastrofe te beschermen, aldus Hoogleraar Joyeeta Gupta in gesprek met Financial Investigator. Een wereldwijde grondwet, als een soort raamwerk waarbinnen landen moeten opereren, moet hen daarbij helpen.

Door Joost van Mierlo

Joyeeta Gupta, Hoogleraar Milieu en Ontwikkeling aan de Universiteit van Amsterdam, is wel wat gewend als het op het ontvangen van prestigieuze prijzen aankomt. Als een van de hoofdauteurs van het IPCC, het Intergovernmental Panel on Climate Change, een bont gezelschap van wetenschappers, deelde ze in 2007 al de Nobelprijs voor Vrede. Maar nu ontving ze recent het Nederlandse equivalent: de Spinozaprijs.

Gupta gaat het geld dat bij de prijs hoort, € 1,5 miljoen, gebruiken voor het opstellen van een lang gekoesterde wens: een wereldwijde grondwet. Het moet een op bestaande nationale wetgeving gebaseerd raamwerk worden dat voortbouwt op de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens. Gupta: 'Het Handvest van de VN van 1945 is mooi, maar er staat niets in over het klimaat of biodiversiteit. Ik wil dit Handvest graag updaten om klaar te zijn voor de uitdagingen van deze eeuw. Daar ga ik de komende jaren aan werken.'

Een universele grondwet, wat moeten we ons daarbij voorstellen?

'Het gaat om een raamwerk met richtlijnen waar we ons allen aan dienen te houden.

Het basisprincipe is dat je geen schade mag toebrengen aan anderen. Dat is een principe dat heel gebruikelijk is in de rechtspraak en bijvoorbeeld al het fundament was waarop het Romeinse recht was gebaseerd. Het is ook feite-

lijk onderdeel van de meeste rechtsordes ter wereld. We willen de verschillende systemen wereldwijd in kaart brengen en dit condenseren tot een universeel kader dat wij willen aanbieden aan de VN om erover te onderhandelen.'

Het is al lastig genoeg voor landen om zich aan het Klimaatakkoord te houden. Dit gaat een enorme stap verder. Vraagt u niet het onmogelijke?

'Wat je op dit moment ziet, is dat er tal van verdragen zijn op het gebied van milieu. Je hebt de diverse klimaatakkoorden, het biodiversiteitsverdrag en veel andere milieuafspraken. En dat zijn mondiale akkoorden. Er zijn ook tal van bilaterale en multilaterale waterafspraken en energieafspraken. In totaal zijn er ongeveer achthonderd verdragen waar landen zich aan moeten houden. De situatie is zo versnipperd, dat er een mogelijkheid bestaat om je als land aan te sluiten bij een verdrag dat minder verstrekkend is. Dat moet worden doorbroken.'

Is er onvoldoende besef van het gevaar dat er bestaat rondom klimaatverandering?

'Het antwoord is 'ja'. Uiteindelijk is er een systematisch probleem dat om een systematische oplossing vraagt. Hoe je het ook wendt of keert, het gaat om een wereldwijde herverdeling van beschikbare middelen. Dat wordt niet aanvaard. Iedereen blijft

'Hoe je het ook wendt of keert, het gaat om een wereldwijde herverdeling van beschikbare middelen. Dat wordt niet aanvaard.'

CV

Joyeeta Gupta



Joyeeta Gupta is in 1964 geboren in Delhi in India. Ze studeerde Economie aan de Universiteit van Delhi en Rechten aan de Universiteit van Gujarat en Harvard Law School. Ze promoveerde aan de Vrije Universiteit in Amsterdam. Sinds 2003 is ze Hoogleraar en sinds 2013 Hoogleraar Environment and Development in the Global South aan de Universiteit van Amsterdam. Ze is ook als Hoogleraar verbonden aan het Delft Institute for Water Education. In 2007 kreeg Gupta, als een van de hoofdauteurs van het IPCC, de Nobelprijs voor Vrede. In 2023 ontving Gupta de Spinozaprijs.

hangen in een systeem waarin alles om winst draait en waarbij een stijging van het nationale inkomen de oplossing moet bieden voor alle problemen. Het vertrouwen op die in mijn ogen verouderde waarden is het grote onderliggende probleem.'

Hoe moeten we het kernbegrip van de grondwet, 'geen schade berokkenen aan een ander', zien?

'Het moet uiteindelijk uitdraaien op een raamwerk waarbinnen landen kunnen opereren. Het gaat om een kwantitatieve toetsing van rechten die mensen hebben. Die zijn voor een deel neergelegd in de Sustainable Development Goals, zoals die gebruikt worden door de Verenigde Naties. Met dien verstande dat ze kwantitatief getoetst moeten kunnen worden. Je moet het vergelijken met de toetsing van medicijnen. Die hebben allemaal bijwerkingen. Maar van sommige van die bijwerkingen wordt gezegd dat deze acceptabel zijn. Ieder land heeft tal van regels rondom veiligheid. Je mag bijvoorbeeld niet meer op een ladder staan om ergens een kozijn op de tweede verdieping te schilderen. Of was het op de derde? Dat doet er verder niet toe. Het gaat erom dat er regels zijn die getoetst kunnen worden.'

Een van de kwantitatieve toetsingen is dat de wereld niet met meer dan 2% mag opwarmen tot 2050. Onderschrijft u dat streven?

'Nee, dat is niet verstrekkend genoeg. Met de Earth Commission hebben we recent een onderzoek gedaan naar de gevolgen van een temperatuurverhoging van 1%. Als dat gebeurt, zijn er tal van plekken waar de temperatuur op een gegeven moment in dat jaar zover zal oplopen, dat het onmogelijk

is voor mensen om te overleven. Je kunt daar dan gewoonweg niet meer zweten. We moeten dus snel naar een situatie toe waarbij de eisen worden aangescherpt. In zekere zin worden we geholpen door de extreme weersomstandigheden van de afgelopen jaren. Orkanen als Katrina hebben een enorme vernietigingskracht. Er waren de afgelopen zomer bosbranden in Canada. Kun je je dat voorstellen, in Canada!'

Maar er heerst ook veel scepsis over klimaatverandering en de gevolgen ervan.

'Dat is waar. Die scepsis wordt alleen nog maar versterkt met het gebruik van kunstmatige intelligentie als een manier om het klimaatprobleem te bagatelliseren. We zijn daar als sociale wetenschappers overigens medeschuldig aan. Wij hebben in het verleden gepleit voor een debat waar alle stakeholders bij betrokken zijn. Maar dat wil niet zeggen dat alle stakeholders ook gelijke waarde hebben. De twijfel over de rol van de wetenschap rond het klimaatprobleem is desastreus. We moeten de wetenschap een belangrijkere functie geven.'

U vertrouwt enorm op rechters. Waar komt dat vertrouwen vandaan?

'Toen ik in India rechten studeerde, werd ons het belang bijgebracht van de Trias Politica, waarbij de wetgevende macht, de uitvoerende macht en de rechtsprekende macht onafhankelijk van elkaar opereren. Ik heb het gevoel dat de rechtsprekende macht het meest oog heeft voor de lange termijn. Je moet het wat dat betreft niet hebben van politici. In een democratie zitten die nu eenmaal gevangen in verkiezingscycli van vier of vijf jaar. Het blijkt heel lastig om dat te doorbreken. >

'We gaan op zoek naar de grote verbindende principes in de diverse rechtssystemen in de wereld.'

‘De twijfel over de rol van de wetenschap rond het klimaatprobleem is desastreus. We moeten de wetenschap een belangrijker functie geven.’

Rechters tonen veel meer onafhankelijkheid. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de Urgenda-rechtszaak in Nederland, waar de Nederlandse staat zich niet kon verschuilen achter het feit dat andere landen zich ook niet aan de afspraken van het Klimaatakkoord hielden. Het is natuurlijk een zaak van de lange adem, maar het geeft aan dat het om een onafhankelijke machtsfactor gaat.’

Zijn er meer voorbeelden?

‘O ja, de lijst is bijna eindeloos. Op dit moment spelen er wereldwijd 1.800 rechtszaken waarbij NGOs een zaak hebben aangespannen tegen nationale overheden of tegen bedrijven. Een recent belangrijk voorbeeld is de rechtszaak van de staat Californië tegen vijf grote olieconcerns. Daarin worden bewijzen geleverd dat deze ondernemingen zich sinds de jaren vijftig bewust waren van de gevaren van fossiele brandstoffen ten aanzien van klimaatverandering. Sindsdien hebben ze miljarden besteed om deze feiten te verdoezelen.’

U spreekt een groot vertrouwen uit in rechters, maar er zijn juist tal van pogingen van politici om de onafhankelijkheid van hun macht in te perken. Baart u dat zorgen?

‘Ja, natuurlijk. Je ziet het in Polen, in de Verenigde Staten en in Israël. Maar tegelijkertijd is het ook een bewijs van de onafhankelijkheid van die rechterlijke macht. Sommige politici met dictatoriale trekjes willen daar paal en perk aan stellen. Het is van het grootste belang dat hen dit niet lukt.’

U gaat nu onderzoek doen naar hoe een mondiale grondwet eruit zou kunnen zien. Hoe ziet het proces er daarna uit?

‘Ik denk dat het een proces is dat via de Verenigde Naties moet verlopen. We gaan op zoek naar de grote verbindende principes in de diverse rechtssystemen in de wereld. Op een gegeven moment moet dat uitmonden in een nieuwe Verklaring van de Rechten van de Mens. Er zal dan een land zijn dat dit adopteert en het tijdens een VN-bijeenkomst agendeert. Daarna zal er waarschijnlijk nog jaren over worden gediscussieerd.’

Welk land denkt u dat de Grondwet als eerste kan adopteren?

‘Het zou mooi zijn als dat Nederland zou zijn. Waarom ook niet? We denken dat we een centrum voor mondiale rechtspraak zijn en zijn dat natuurlijk ook

met het Vredespaleis en het Internationaal Gerechtshof. Maar Nederland heeft de leidende rol die het op dit punt had, verloren. Ik herinner me nog dat Nederland een voortrekkersrol had in 1989 toen toenmalig premier Ruud Lubbers verschillende staatshoofden in Den Haag uitnodigde om over het klimaat te discussiëren. Dat werd onmiddellijk gevolgd door een ontmoeting tussen alle milieuministers in Noordwijkerhout. Maar die voortrekkersrol is verdwenen. Dat is een gemiste kans. De politieke wil was er ooit.

Op het gebied van wetenschap en kennis speelt Nederland nog altijd een voortrekkersrol. Het land is rijk genoeg. Maar misschien zal de grondwet wel worden gelanceerd door een klein Caraïbisch eiland. Wie zal het zeggen? De ambitie is om het in ieder geval in 2048, honderd jaar na de opstelling van de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens, rond te hebben. Liefst natuurlijk eerder.’

U bent ruim dertig jaar actief als het gaat om het adresseren van het klimaatprobleem. Wat zijn de belangrijkste positieve en negatieve ontwikkelingen sindsdien?

‘Ik zie het toenemend activisme van organisaties als Extinction Rebellion als positief. Ze forceren met hun acties dat het onderwerp urgent blijft. Het leidt tot verrassende onthullingen. Recent bleek dat Nederland jaarlijks 48 miljard euro uitgeeft aan subsidies voor fossiele brandstoffen. Het bedrag loopt nog altijd op, want er blijken tal van verborgen potjes te zijn. Zelfs ik, die toch nauw betrokken was bij het onderwerp in de afgelopen jaren, was met stomheid geslagen. Het is werkelijk een astronomisch bedrag.

Ik maak me enorme zorgen over de opkomst van social media, waardoor veel mensen niet meer voor hun mening durven uit te komen. Voordat je het weet kom je in de problemen. We hebben het zelf ervaren met het IPCC. Het maakt het oplossen van het klimaatprobleem niet eenvoudiger. ■

Kapitale crash na schijnlanding?

De pijlers onder de economische groei wankelen, terwijl centrale banken en politici klem zitten. Het klimaat voor aandelen en andere, risicovollere assets ziet er weinig rooskleurig uit.

De meest acute macro-vraag die beleggers en bedrijven zich stellen, is of de wereld-economie zacht geland is of dat we toch nog een crash krijgen. Het antwoord hangt in grote mate af van het beleid van de centrale banken en van het samenspel van problemen en uitdagingen waarmee politici, bedrijven en de rest van de maatschappij worstelen: geopolitieke spanningen, remmen op de vrijhandel, gevolgen van de klimaatverandering, kosten voor de energietransitie, populisme en politieke polarisering.

Dit alles vormt een bedreiging voor economische groei. Een sterke basis voor groei stoelt op drie pijlers:

1) Demografie & gezondheid

Een grote en jonge bevolking die in goede gezondheid verkeert en tot op hoge leeftijd gezond blijft, is een enorme drijver van (nominale) economische groei. De trends zijn in veel westerse economieën, maar ook in China, niet erg bemoedigend. De bevolkingsgroei vlakt veelal af of krimpt. Vaak gaat dat met de beroepsbevolking door de vergrijzing nog harder.

2) Innovatie & productiviteit

Nieuwe werkmethoden, betere machines en technologische doorbraken zorgen dat er per werknemer meer geproduceerd kan worden. Van deze pijler wordt veel verwacht vanwege de rase schreden waarmee AI zich ontwikkelt. Maar volop vruchten plukken van AI gaat niet van vandaag op morgen, nog los van het feit dat de risico's van AI niet onderschat mogen worden, risico's die ook de nodige weerstand oproepen bij de implementatie van AI. Verder moeten we niet vergeten dat landen vanwege geopolitieke, economische en electorale overwegingen steeds meer hun eigen technologische sectoren afschermen.

3) Maatschappij & bestuur

Een stabiel, voorspelbaar, effectief, creatief en efficiënt bestuur en een betrokken, redelijke en ondernemende samenleving vormen de bedding waarin welvaart gecreëerd kan worden. Hier zien we op veel plekken ongunstige tendensen. Onder Xi Jinping vreet een obsessie voor nationale veiligheid gestaag de fundamenten van de Chinese economische groei weg, maar ook in democratieën zien we maatschappelijke en politieke ontwikkelingen die de basis voor groei aantasten door onder andere een verschuiving van 'positive-sum-' naar 'zero-sum-opvattingen'.

De drie genoemde groeipijlers wankelen, waardoor groei waarschijnlijk aan de lage kant blijft. En centrale banken kunnen – ook al zouden ze het willen – slechts moeilijk stimuleren, omdat de inflatie, ondanks de dalende trend, nog altijd (te) hoog is.

Deze ontwikkelingen komen niet zomaar ten einde. Door lage economische groei zal de economische taart niet of veel minder snel toenemen dan veel landen gewend waren. Hierdoor wordt het fiscale beleid steeds meer een zero-sum-beleid, temeer omdat de makkelijke uitweg – extra lenen – op steeds meer nadelen stuit. Dit leidt tot sociale spanningen en veel politieke strijd rond begrotingen en tot economisch suboptimale uitkomsten. Immers, in veel landen neemt de groep die afhankelijker wordt van overheidsgeld toe en voor electoraal gewin zullen politieke partijen geneigd zijn meer naar deze groep te luisteren. Dit betekent op den duur hogere belastingen voor onder andere bedrijven en vermogenden en/of op importen. Hierdoor wordt ondernemen, investeren en handel drijven minder aantrekkelijk, waardoor de economische taart nog minder hard groeit.

Kortom, het politieke, sociale en economische klimaat voor aandelen en andere, risicovollere assets ziet er weinig rooskleurig uit. ■



Door **Andy Langenkamp**, Senior Political Analyst bij ECR Research en bij ICC Consultants

Crypto's broadband moment is now!

Amsterdam-based Theta Capital is the largest investor in so-called crypto-native VCs in the Netherlands and possibly the world. According to Ruud Smets, Managing Partner and CIO of Theta Capital Management, investing in blockchain is especially interesting these days because the technology is shaping up to connect hundreds of millions of additional users in the near future and current investment sentiment for the asset class is low.

Door Harry Geels

What is your company's background?

'Theta Capital Management was founded in 2001. We have been investing in specialized alternative fund managers who show long-term structural outperformance after fees. Our client base consists mainly of family offices for whom we build bespoke portfolios. We also manage the Theta Distressed Credit Opportunities Pool, which capitalizes on the growing opportunities in distressed debt, and now the Theta Blockchain Ventures Funds.'

Why is blockchain technology interesting for investors?

'In 2017, as someone with an IT background, I delved into blockchain technology. Two key realizations quickly became apparent. Firstly, with this new technological architecture we now have internet protocols that natively transfer value and are investable. Imagine you could invest in the current internet protocols and earn a fee every time someone sends an email or streams a video. This is quite literally what happens with blockchain protocols. Secondly, the investment landscape is dominated by a completely new cohort of specialized investment firms that we call crypto-native VCs. We started talking to and researching these fund managers back in 2017.'

'The infrastructure of this new backbone for our financial system is currently being built.'



In the early blockchain years, traditional investment money had a very limited understanding of these new types of business models. They were not set up to invest in them and this is still largely the case. Hence, more than 90% of all promising blockchain technology projects are funded by a new generation of investors. At Theta, we were able to claim our place there thanks to the combination of our knowledge and experience with blockchain technology, our selection of fund managers, and the fact that we were there from the very beginning. We have since invested over \$600 million in more than 40 crypto-native VCs, with a global spread, covering the full blockchain ecosystem.'

How to invest in blockchain technology?

'First, it is important to note that I use the terms 'crypto' and 'blockchain' interchangeably. They both refer to this new generation of internet protocols, where decentralized, neutral, frictionless, 24/7, and secure 'value capture and transfer' is possible. I call them 'Protocol Businesses', as they combine elements of a traditional business model with public internet infrastructure. Ethereum, for example, generates fees from users of the protocol for transferring value over the protocol or using applications built on top. Those fees accrue to its 'owners', the ETH token holders who are active participants who validate transactions on the network. Because it is on public internet infrastructure, anyone can use Ethereum and anyone

'This mismatch between fundamentals and perception is the perfect backdrop for long-term investors.'

can become an Ethereum validator, earning the Ethereum fees. As neutral, public infrastructure, these new protocol businesses are seemingly infinitely scalable. Over \$16 billion in fees have already been generated by Ethereum from its users, almost all in the last 3 years. In 2022 alone, users transferred \$ 7.8 trillion worth of 'stable coins', or 'dollars on the blockchain rails' over the Ethereum protocol, according to Tokenterminal. This technology can do much more. For example, UniSwap is a decentralized exchange built on top of Ethereum. It is pure code and executes trades autonomously. Yet, it has had months of higher trading volumes than Coinbase, a traditional business with thousands of employees. To transfer value or use applications like Uniswap, users pay so-called 'gas fees' to the Ethereum protocol. Today, this adds up to about 6% return per year for the owners/validators of the network, according to Ultrasound.money. Finally, it is interesting that if you use Ethereum, part of your fee is 'burned.' This is a process similar to stock buyback and gives the tokens a long-term natural updraft.'

What about risk versus reward for investments in this field?

'Let's first look at how important blockchain will become. As Larry Fink of BlackRock recently said, 'the next generation for securities, will be tokenization of securities.' Currently, it is mainly 'native assets' such as Ethereum's 'ETH' that are available on blockchain rails, and this is an important reason why investors are quick to dismiss the technology. But imagine if all our existing assets moved onto these rails, such as equities, bonds and carbon credits. Once the regulatory framework for this is in place, things may move quickly. It is a matter of when, not if, and stable coins are an early indicator of this. The infrastructure for this new backbone of our financial system is currently being built and we are in the front seat, partnering with the top crypto-native VCs. I am very excited about the future. Back to the risk-reward question, we very

much value high quality returns, meaning that we prefer having many unrelated investments contributing to the performance, rather than one or two big bets. What is unique about the opportunity in blockchain VC, is that we are not only seeing unusual upsides, but also an unusually high quality of returns. Of our 2018-2019 vintage of underlying projects, only 13% are valued below cost (on average at 0.46 times the investment), 9% are still at cost, but 78% are valued above cost and show average gains of 14.45x our investment. And this was measured during a crypto bear market. But do note: past performance is no indication of future returns.

While I'm sure that these numbers aren't sustainable going forward, I do believe the risk-reward remains uniquely attractive as long as traditional investors remain on the sidelines. Most of our family office investors have come around to this and are now allocating a single digit percentage of their assets to crypto VC.'

Why invest in blockchain technology now?

'Fundamentally, there is enormous progress at the technology level. Blockchain technology is ready to onboard hundreds of millions of users. That is why we recently organized a conference on this subject called Crypto's Broadband Moment¹. At the same time, sentiment towards crypto technology is at a low due to factors that are unrelated to the technology itself, such as the FTX and Celsius frauds. It is telling that none of the 40+ VCs we work with had exposure to these companies. This mismatch between fundamentals and perception is the perfect backdrop for long-term investors. In addition, you have two massive tailwinds: institutional investors being underexposed to the asset class and existing assets moving onto this new infrastructure. So yes, we expect the next cycle is going to be significant and this is the time to position yourself. ■

About Theta Capital Management

Theta Capital Management is a leading global investor in crypto-native VC funds, having deployed more than \$ 600 million in the strategy since 2018. The Theta Blockchain Ventures program offers investors broad exposure to the most promising blockchain technology companies and protocols from their earliest-stage, private rounds. Theta Capital Management was founded in 2001 and has over \$ 1.1 billion invested in alternative investment funds.



Ruud Smets

Managing Partner and CIO,
Theta Capital Management

SUMMARY

The next version of the internet is made up of blockchain protocols which natively transfer value. They allow for internet native 'protocol businesses' that are investable.

These protocol businesses resemble traditional business models with fee-paying users, but at the same time are public internet infrastructure, allowing them to achieve much larger scale.

Investing in early-stage protocol businesses is completely dominated by crypto-native VCs, a new cohort of venture capital firms.

Amsterdam based Theta Capital has partnered with leading crypto VCs to invest over \$ 600mln into protocol businesses.

While the technology is ready to onboard hundreds of millions of users, sentiment is at a low due to external factors such as FTX, keeping traditional investors sidelined and offering great opportunities for specialized, long term investors.

Technology in ESG reporting for sustainable impact

ESG principles encapsulate a company's commitment to sustainability and ethical practices. To what extent can automation technologies, such as AI and blockchain, be integrated into ESG practices to ensure long-term sustainable impact?

By Zeus Paraguas and Roahan Roy



Embracing automation in ESG

On 31 July 2023, the European Commission adopted the European Sustainability Reporting Standards (ESRS) for use by all companies subject to the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). This adds to the latest set of European ESG frameworks, such as the SFDR and the EU Taxonomy, and reinforces the economic transition towards a more sustainable and responsible approach to conducting business. These ongoing developments reflect the societal

expectations from businesses and governments to adequately address global issues in ESG by appealing to responsibility and accountability.

In recent years, we have also witnessed rapid and profound technological advancements reshaping industries and societies. In particular, artificial intelligence (AI) and blockchain have made headlines as strategic resources to enable the digital transition. These developments, like ESG, align with values aimed at mitigating risks and unlocking potential opportunities. How do these technologies support the Green Agenda in management processes and reporting capabilities?

Technological potential for ESG reporting

The growth in technology will pave the way towards a greener future. With the introduction of new data streams, new tools are needed to help organizations deal with different

types of data that will have to be collected, consolidated, and analyzed. Also, new technologies will benefit the methodological rigor of the calculations of sustainability metrics. It even deals, albeit partially, with the human capital risk of talent shortages.

Advanced analytics techniques, including machine learning and AI, support the analysis and management of large volumes of data effectively. Novel climate models offer enhanced prediction accuracy, which helps policy-makers to craft more effective strategies for mitigating climate change impacts.

For instance, climate forecasts derived from models, based on machine learning methods, can support regulatory requirements, such as ORSA. This then can provide insights into the future vitality of financial institutions. In document-heavy

‘With the introduction of new data streams, new tools are needed to help organizations deal with different types of data that will have to be collected, consolidated, and analyzed.’

‘Blockchain’s energy use can be a concern, as it may require an expanding network of energy-intensive servers and data centres.’

industries, where extracting the right information can become challenging, natural language processing (NLP) can be leveraged. This enables automating manual tasks and adequate distillation of new insights from unstructured data sources. Think of sentiment analysis, document summarization and information standardization. As such, AI can track sustainability risks and opportunities otherwise left untouched.

Blockchain technology also offers solutions in the ESG framework. As ESG reporting matures, so does the need for the verification of information. Blockchain’s immutability supports this by making it difficult for users to manipulate ESG data and engage in greenwashing. Furthermore, it enhances supply chain transparency by tracking ethically sourced materials, enabling proactive identification of ESG risks and opportunities throughout the supply chain.

To give a practical example, consider the management of electricity grids. With IBM’s blockchain, Dutch energy company Vandebron and grid operator TenneT enable electric vehicle owners to securely supply grid power from their car batteries onto the grid.

Addressing hurdles

Every new advancement faces its own challenges. Here, there are general regulatory and operational risks to consider in applying these technologies. When AI tools are trained on inaccurate or biased data, they can produce misleading or prejudiced insights and content. Those who have experience in using ChatGPT may already have first-hand experience with these AI hallucinations.

To counter this, human oversight and rigorous data governance are essential for minimizing incidents arising from erroneous or unverified training data, which can sometimes yield believable yet incorrect information. Ensuring the privacy and security of sensitive data during training and deployment remains a paramount challenge. Furthermore, maintaining user trust necessitates the prevention of unauthorized access to generative AI systems.

On the other hand, blockchain’s immutability poses challenges under the EU’s ‘right to be forgotten’ rule, which grants Europeans the right to erase their online data. GDPR, in effect since May 2018, extends this, allowing data deletion and blocking third-party processing.

Additionally, blockchain’s energy use can be a concern, as it may require an expanding network of energy-intensive servers and data centres. This energy use can in turn even counter achieving ESG goals.

Beyond technology towards global standards

Of course, technology is merely a tool and not the way to solve challenges within sustainability and ESG reporting. As new insights are distilled, standards will have to be revised to keep up with technical and societal innovation. Furthermore, different global regions apply different reporting standards for different companies. This leads to complexities and adversely affects the comparability of reports across countries and companies.

Ultimately, ESG goes beyond mere reporting and disclosure. It involves aligning corporate practices and operations with innovative approaches and sustainable methods for generating business value. As AI and blockchain technologies progress, we expect use cases to emerge in multiple places in the value chain. Establishing stronger links between metrics and disclosures, operational enhancements as well as strategy and risk management fosters a constructive business transformation and paves the way for sustainable value generation. ■



Zeus Paraguas

Consultant, ELAVV



Roahan Roy

Consultant, ELAVV

SUMMARY

Automation technologies such as AI and blockchain are being integrated into ESG practices.

Such technologies can enhance sustainability reporting and management and support existing standards like the ESRS.

However, they also pose challenges, to veracity and to existing regulations and sustainability goals.

A holistic approach is needed to best use technology for ESG reporting, for long-term sustainable impact.

Maintaining perspective in emerging markets

The drivers of emerging market equities returns are undergoing a seismic shift. What is underlying this and how can investors position themselves to participate in potentially significant gains in productivity and earnings growth?

By *Daniel Graña*

Market volatility due to elevated inflation, subsequent monetary tightening, and rising geopolitical tensions has cast some investors' attention away from emerging markets (EM). The clouded macro environment is likely a reason why EM equities have lagged broader markets in 2023. These near-term developments have obscured the powerful trends that are reshaping the EM equities landscape.

Far more than the historical drivers of economic convergence and outsourcing, we believe future EM prosperity and earnings growth will be increasingly driven by the themes of innovation, deglobalization, and decarbonization.

While understanding the transformative potential of these secular themes is key when seeking to optimize one's EM exposure, so too is the manner in which one views these regions. We believe that an effective way to view the EM equities landscape is through the complementary lenses of country, company, and governance.

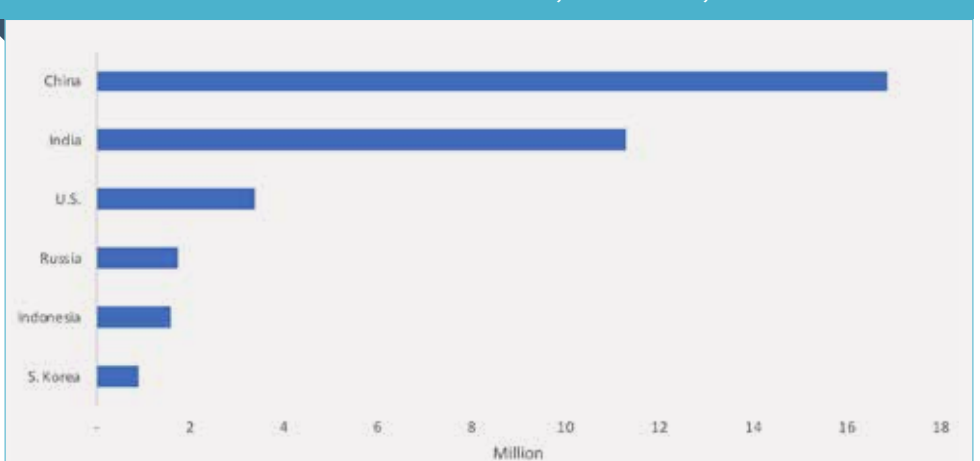
Country analysis matters when investing in emerging markets, because it is rare to find attractive investment opportunities in jurisdictions that are hostile to the private sector and that have unsound national finances and poor demographics. Instead, the potential for excess returns tends to be enhanced by the secular tailwinds associated with strong or improving macro fundamentals and political governance.

For investors with a longer-term view, we believe the current volatility provides an opportunity to better understand – and perhaps increase exposure to – these ascendent drivers of EM growth.

The rise of the EM innovators

Investors have long understood that EM countries yearn to move up the value chain to capture a greater share of profits for finished goods. What is perhaps new is the degree to which EM entrepreneurs are harnessing innovation to address EM-specific frictions that have long stifled social and economic progress. Chief among these is the share of populations that are under- or un-banked, as well as gaping holes in healthcare delivery systems. For example, across EMs, innovative companies are

FIGURE 1: NUMBER OF STUDENTS STUDYING SCIENCE, TECHNOLOGY, ENGINEERING AND MATH



Home-grown innovation is likely to be catalyzed by the number of students in digitally-forward EMs studying science, technology, engineering and math.

Source: Janus Henderson Investors

‘Reshoring of manufacturing capacity may spur stronger economic growth and investment potential in markets such as Vietnam and Mexico.’

marrying financial technology (fintech) and e-commerce to provide customers with greater access to both goods and methods to pay for them.

Another area where innovation has been prioritized is the push toward decarbonization, especially by China. The country is motivated not only by what it perceives as the strategic vulnerability of being dependent on hydrocarbon imports to fuel its industrial base, but also from a commercial perspective as it has positioned itself as a pivotal player in alternative technologies such as electric vehicles, solar, and batteries.

In a similar vein, Saudi Arabia has launched its ambitious Vision 2030 program with the complementary goals of decreasing its dependence on hydrocarbons and unlocking the country’s productive capabilities, including increasing women’s roles in the

workforce. By reconfiguring the composition of the country’s economy – tilting it more toward value-added, innovative industries as well as consumption – Saudi leadership is attempting to diversify the levers of economic growth in a world less reliant on oil and gas.

As with nearly all innovation, these initiatives will require considerable investment. For EM countries without the benefit of tapping massive cash reserves, much of this funding will be raised from developed market investors. Yet, unlike during earlier waves of investment flows toward EMs, this iteration, in our view, is likely to see a greater portion of profits result from commercial activity within EMs, and by increasingly sophisticated regional companies.

Reversing course

Spurred by geopolitics and a desire for supply-chain security, the multi-decade trend of globalization is reversing. Rather than flowing to the cheapest source of labor, production will instead be increasingly defined by near-shoring and friend-shoring. We believe that the reshoring of manufacturing capacity may spur stronger economic growth and investment potential in markets such as Vietnam and Mexico. We also see potential in the Middle East.

China’s economic decoupling

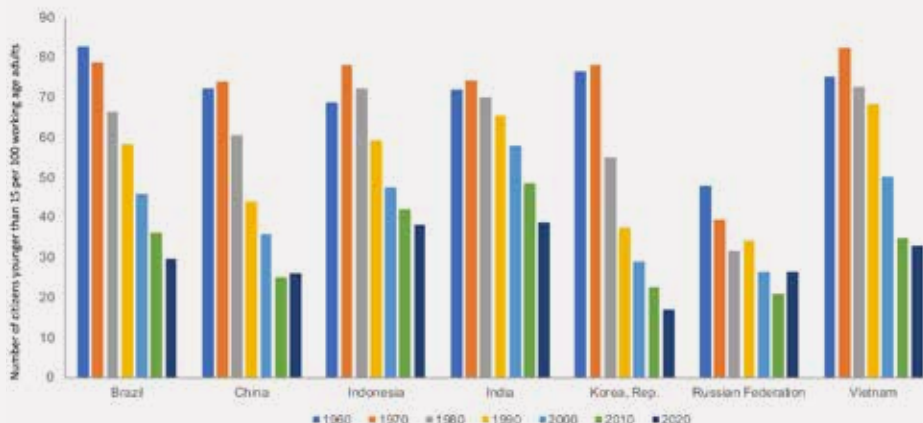
China will remain an important component of the EM equities universe. Many of its industries are likely to benefit from economic decoupling as they seek to lower >



Daniel Graña

Head of the Emerging Markets Equities Team, Janus Henderson Investors

FIGURE 2: FAVORABLE DEMOGRAPHICS IN INDIA



In contrast to some other countries, India maintains a higher ratio of citizens younger than 15 relative to the broader population.

Source: Janus Henderson Investors

their exposure to external forces. This rationale is behind the country's dual circulation model, which entails generating more growth from domestic sources while also continuing to supply the rest of the world with manufactured goods.

Furthermore, when considering China exposure, investors must understand how the government's attitude toward – and objectives for – the private sector have evolved. Increasingly, the central government expects commercial activity to be aligned with the party's goals of common prosperity, innovation, and decarbonization. As such, we believe investors should incorporate a governance lens to determine whether commercial initiatives in China align with those of the central government.

India's time?

One potential destination that is rightfully garnering investors' attention is Asia's other giant: India. The subcontinent's dominant economy meets many of the criteria that we consider conducive for generating excess returns over a multi-year horizon. India has favorable demographics, with the benefits inherent in a young workforce magnified by the trend toward urbanization.

The country is rapidly improving its historically subpar infrastructure with the aim of unlocking productivity. Furthermore, the government is championing a reform agenda that seeks to increase the private sector's role in propelling economic growth.

While on the surface, India and China have similar dependency ratios¹, their composition reveals diverging demographic paths. In 2020, India counted roughly 10 citizens older than 65 for every 100 working-age adults. For China, the ratio was a far grayer 18. Perhaps more importantly, the ratio of youths in China per 100 working-age adults slid from 61 in 1980 to 26 by 2020. For 2020, India's youth dependency ratio stood at a much healthier 39.

It should also be noted that India is a democracy. And while the negotiations and compromises inherent in parliamentary chambers can be messy, they tend to provide a level of transparency and accountability that reassures investors. Good governance is not only requisite on the sovereign level, but also in corporate boardrooms. India possesses a strong equity culture where the interests, roles, and rights of minority shareholders are recognized.

'India has favorable demographics, with the benefits inherent in a young workforce magnified by the trend toward urbanization.'

Monitoring Brazil

Investors may want to approach Brazil with more circumspection. With its large population and abundance of natural resources, Brazil rightly commands a place in EM equity allocations. But the country has a complicated history of fiscal management, which has resulted in numerous crises.

Most recently, Brazil's fiscal largesse in the wake of the COVID-19 pandemic was among the most generous in the developing world, with much of it geared toward stimulating consumption. The country is now dealing with the aftereffects of its credit excesses, including the air pocket that inevitably forms when consumption is pulled forward to such a degree.

Ahead of the policy game

A dose of perspective may also help investors become more comfortable with EMs in the current environment. EM central banks were far ahead of the US and Europe in confronting inflation. A long history of inflationary shocks has taught them that they did not have the luxury of waiting to see if rising prices were transitory. Consequently, should the global economy continue to slow, EMs may be better positioned to ease still-restrictive policy.

Inevitably, EM growth will continue to be influenced by the global economic cycle. But over the mid-term, we expect the degree to which macro factors impact EM economic and earnings growth will decrease. As this evolution unfolds, we believe other, more durable forces such as innovation, near-shoring, and consumption will take the lead in propelling EM corporate earnings growth. ■

¹ A country's age dependency ratio is the number of citizens younger than 15 and older than 65 per 100 working-age citizens.

Disclaimer

This article is intended solely for the use of professionals, defined as Eligible Counterparties or Professional Clients, and is not for general public distribution. Janus Henderson Investors is the name under which investment products and services are provided by Janus Henderson Investors International Limited (reg. no. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (reg. no. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (reg. no. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg. no. 2606646), (each registered in England and Wales at 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE and regulated by the Financial Conduct Authority) and Janus Henderson Investors Europe S.A. (reg. no. B22848 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier). Janus Henderson and Knowledge Shared are trademarks of Janus Henderson Group plc or one of its subsidiaries.

SUMMARY

Far more than the historical drivers of economic convergence and outsourcing, we believe future EM prosperity and earnings growth will be increasingly driven by innovation, deglobalization, and decarbonization.

For investors with a longer-term view, we believe the current volatility provides an opportunity to better understand – and perhaps increase exposure to – these ascendant drivers of EM earnings growth.

As the macro's impact on EMs subsides over the mid-term, we believe other, more durable forces such as innovation, near-shoring, and consumption will take the lead in propelling these regions' growth.

Ons vermogen tot samenwerken als basis

De grote vraagstukken waar we voor staan, zoals de woningbouw-opgave, de energietransitie en klimaatadaptatie, laten zich niet één voor één oplossen. Het is essentieel deze opgaven te beschouwen in hun onderlinge samenhang en vanuit het besef dat samenwerking randvoorwaardelijk is voor oplossingen.

Klimaatadaptatie is geen vergezicht, maar een realiteit die ons nu al beïnvloedt. Overstromingen, hittegolven en andere extreme weersomstandigheden worden frequenter en intenser en hun impact laat zich steeds duidelijker voelen. Het KNMI bevestigt in de recent uitgebrachte klimaatscenario's dat er in Nederland nu al een toename is van extremen in hitte, droogte en neerslag. De scenario's geven aan welke gevolgen wij in Nederland nog meer kunnen verwachten als de uitstoot van broeikasgassen tot 2080 in het huidige tempo blijft toenemen.

Dit vraagt om keuzes: politiek, financieel-economisch en ruimtelijk. Keuzes die in samenwerking moeten worden gemaakt. Klimaatuitdagingen kennen immers geen grenzen. Ze overschrijden thematische grenzen, zoals die van de openbare ruimte, woningbouw en volksgezondheid. Maar ook organisatorische grenzen tussen gemeenten, provincies en private partijen. We zullen de komende jaren moeten beslissen welke functies we op welke plekken willen behouden, welke risico's we bereid zijn te nemen en welke kwaliteitsniveaus we willen handhaven. Deze zoektocht is complex en vereist alleen al om die reden samenwerking.

Samenwerking is altijd de kern en de kracht van de Nederlandse identiteit geweest. Het was ooit de drijvende kracht achter mijlpalen zoals de Deltawerken, maar ook achter de recentere Green Deals. Vandaag de dag kan de kracht van samenwerking opnieuw de sleutel zijn tot het smeden van veer-

krachtige oplossingen voor de uitdagingen die klimaatverandering met zich meebrengt.

Onderzoek en integrale aanpak

Het interdisciplinaire onderzoeksprogramma Red&Blue is hier een voorbeeld van. Hierin werken verschillende belanghebbenden multidisciplinair samen om de relatie tussen klimaatverandering, wonen en vastgoed te onderzoeken. Door risico's te evalueren, te werken aan mitigatie en adaptatie en te beginnen met een grondige analyse van de effecten van het veranderende klimaat, kunnen overheidsinstanties en particuliere partijen een cruciale rol spelen in het klimaatbestendig maken van onze fysieke omgeving. Dat zal soms pijnlijke keuzes vergen. En we zullen moeten accepteren dat maatregelen die voor een grote groep risicobeperkend werken voor een andere groep juist ongunstig kunnen zijn.

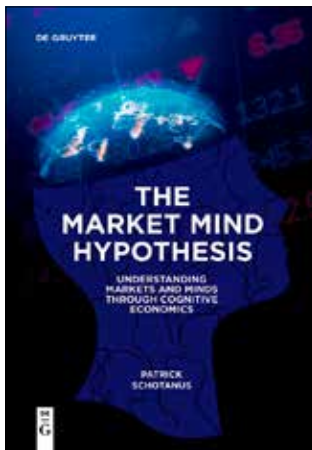
Op beleidsniveau wordt gewerkt aan de nieuwe Nota Ruimte. De contourennotitie die daarvoor onlangs verscheen, gaat nadrukkelijk in op de urgente keuzes op het gebied van energie, natuur, woningbouw, landbouw, economie en infrastructuur. Deze integrale aanpak geeft mijns inziens perspectief, omdat de grotere context voor ogen wordt gehouden én omdat het een breedgedragen beleid nastreeft dat voortkomt uit participatie.

Ruimte voor verandering

De uitdagingen zijn groot, maar onze positie is sterk: Nederland staat bekend om zijn stabiliteit, innovatie en vooruitziend vermogen. Laten we ruimte geven aan de noodzakelijke veranderingen en deze krachtig op gang brengen door onze krachten te bundelen. Over grenzen en domeinen heen. Want het gaat niet alleen om het beschermen van ons land, het gaat om het creëren van een duurzame toekomst voor ons allemaal. Zo kunnen we een erfenis van veerkracht en duurzaamheid achterlaten voor de volgende generaties. ■



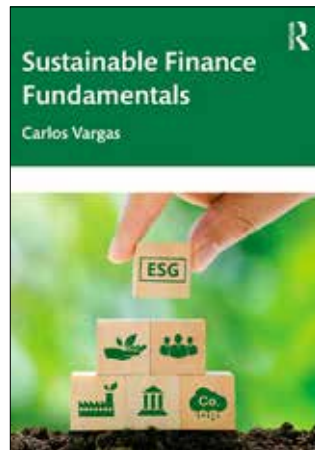
Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN



The Market Mind Hypothesis

Huidig paradigma van mechanische economie leidt tot te veel fouten. Met cognitieve economie kunnen de diepe banden tussen 'market & mind' worden onderzocht en begrepen.

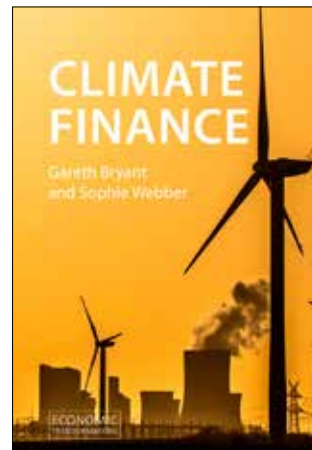
Patrick Schotanus,
De Gruyter
tinyurl.com/FI2023-PSchotanus



Sustainable Finance Fundamentals

Overzicht van het groeiende spectrum rond duurzame financiering, over de manier, de vorm en gerelateerde vraagstukken als hernieuwbare energie en innovatie.

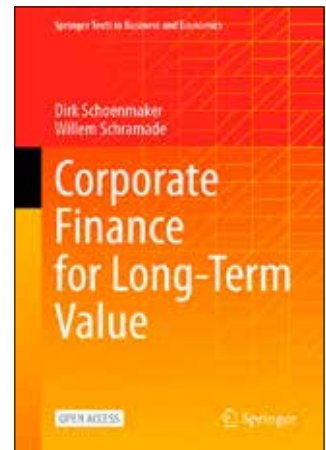
Carlos Vargas,
Routledge
tinyurl.com/FI2023-CVargas



Climate Finance, Taking a Position on Climate Futures

Een kritisch kader om klimaatfinanciering te beoordelen in het licht van politiek economische aspecten en ideeën die de relatie tussen kapitalisme en klimaatverandering opnieuw vormgeven.

Gareth Bryant et al.,
Agenda Publishing
tinyurl.com/FI2023-GBryant2



Corporate Finance for Long-Term Value

Uitleg over hoe je met bedrijfsfinanciering waarde kunt leveren voor de lange termijn en hoe de SDGs en duurzaamheid vertaald kunnen worden naar onder meer bedrijfswaardering en kapitaalkosten.

Dirk Schoenmaker et al.,
Springer
tinyurl.com/FI2023-DSchoenmaker



PAPERS

Dynamic Hysteresis Effects and Unobserved Components

Ontleding van productietrends en -cycli zonder rekening te houden met dynamische hysteresiseffecten kan afwegingen voor stabilisatiebeleid veranderen.

Mengheng Li et al.,
Journal of Economic Dynamics & Control (under review)
tinyurl.com/FI2023-MLi



Cultural Ecosystem Services: A review of methods and tools for economic evaluation

Door monetaire en niet-monetaire methoden te combineren, verbetert de evaluatie van CES en vereenvoudigt het kwantificeren van sociale waarden van ecosysteemdiensten.

Giuliano Romanazzi et al.,
Environmental and Sustainability Indicators 20 (2023)
tinyurl.com/FI2023-GRomanazzi



Does Sustainable Finance Work on Banking Sector in ASEAN?

Wat is het effect van sustainable finance & capital op de bedrijfs-waarde binnen de ASEAN-beursgenoteerde banksector?

Mochamad Perdana et al.,
J. Risk Financial Manag. 16 (10) (2023), p449
tinyurl.com/FI-2023-MPerdana



Portfolio optimization using cellwise robust association measures and clustering methods with application to highly volatile markets

Portfolio-optimalisatie, met name voor zeer volatiele markten, die maatstaven voor neerwaartse risico's, hiërarchische clustering van data en celgewijze robuustheid combineert.

Emmanuel Menvouta et al.,
Journal of Finance and Data Science 9 (2023)
tinyurl.com/FI2023-EMenvouta



Nina Hodzic

Van Allianz Global Investors Naar APG Asset Management



Geboren

Sarajevo, Bosnië en Herzegovina

2003

MSc Financiële Econometrie, Erasmus Universiteit Rotterdam

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

Hartelijk dank. Het bevalt prima. Het was een heel warm welkom en ik heb al veel kennismakingsgesprekken achter de rug. Mooi om te zien hoe duurzaamheid door verschillende afdelingen omarmd wordt en hoe collega's dit onderwerp in hun dagelijkse werk in de praktijk brengen.

U begon uw professionele carrière bij Fortis Bank. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren (in het kort) uw ervaringen?

Dat klopt, daar heb ik stage gelopen op de afdeling Credit Risk Analytics en deze gecombineerd met mijn afstudeerscriptie voor de studie Econometrie. Deze tijd bij Fortis heeft de deuren geopend naar mijn eerste 'echte' baan, Analist Marktrisico bij ING Groep. Risicomanagement was in die tijd een relatief nieuw werkgebied voor econometristen, met veel telefoontjes van headhunters. Best bijzonder om dat als Junior Analist met pas

een paar maanden werkervaring mee te maken.

Daarnaast heeft u in diverse functies gewerkt bij NN Investment Partners en Allianz Global Investors. Kunt u kort aangeven welke kennis u op deze posities heeft opgedaan?

Na een paar jaar risicomanagement wilde ik graag de overstap maken naar vermogensbeheer. Binnen NN IP kreeg ik als trainee de kans om analyse en portefeuilleconstructie onder de knie te krijgen gedurende verschillende rotaties. Het was een heel leerzame periode, mede dankzij de financiële crisis die in 2007 begon. Tijdens een van de rotaties ben ik in aanraking gekomen met duurzaam beleggen en zo ontstond mijn passie voor dit vakgebied. In mijn tijd bij NN IP heb ik een aantal mooie werkbezoeken afgelegd. Zo heb ik teerzanden in Canada en palmolie-plantages in Indonesië bezocht. Pas als je met eigen ogen ziet wat er speelt, begrijp je de complexiteit van duurzaam beleggen. Daarna ben ik overgestapt naar Allianz Global Investors, waar ik bijna 7 jaar in Frankfurt heb gewerkt. Gedurende de 15 jaar dat ik met duurzaam beleggen bezig ben, heb ik verschillende facetten gezien: ESG-research en ESG-portfoliomanagement, ESG-integratie, engagement, ESG-strategie & beleidsbepaling en klantadvisering.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met APG Asset Management?

Ik kende APG Asset Manage-

ment als een heel professionele werkgever en ook als een voorloper op het gebied van duurzaam en verantwoord beleggen. Toen deze functie beschikbaar kwam, heeft die mijn aandacht getrokken en bleek die een goede match te zijn met mijn ervaring en wensen.

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan, gebruiken als Fiduciary Manager Responsible Investment bij APG Asset Management?

Strategisch advies geven over duurzaam en verantwoord beleggen sluit heel goed aan op mijn voorgaande rollen, nu met een duidelijke focus richting de klant en binnen de pensioensector.

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

Het zijn spannende tijden met de transitie naar een nieuw pensioenstelsel. Ook het maatschappelijke debat over 'een goed pensioen in een leefbare wereld' blijft erg relevant. Zowel welvaart als welzijn staan centraal.

Wat verwacht u in uw nieuwe functie bij APG Asset Management te bereiken?

Ik kijk ernaar uit om samen met mijn collega's binnen fiduciair management onze klanten optimaal te bedienen met strategische advisering op het gebied van duurzaam en verantwoord beleggen.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

In deze rol krijg ik de kans om me te verdiepen in private markets. Daarnaast heb ik een externe rol in een Advisory Board, die mij in staat stelt best practices te delen en de academische ontwikkelingen op dit gebied te volgen. ■

Jeroen Bos

is begonnen als Global Head of AXA IM Equity. Hiervoor werkte hij bij Credit Suisse Asset Management.

Yoonjin Seo

is benoemd tot Equity Analyst bij MN. Zij komt over van ACTIAM.

Han Dieperink

is aangesteld als CIO van Auréus. Hij blijft daarnaast actief als Adviseur via zijn bedrijf HD Capital & Advisory.

Yeyu Huang

is benoemd tot Quant Equity Researcher bij APG Asset Management. Zij was daar al werkzaam als Quant Trainee.

Willem Schramade

is benoemd tot Professor of Finance bij Nyenrode Business University. Hij blijft daarnaast actief voor Schroders en voor het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation.

Jeroen van Wijngaarden

is begonnen als Algemeen Directeur van DUFAS. Hiervoor was hij Tweede Kamerlid voor de VVD.

Frederik Mannaerts en Michael Vandenberghe

zijn bij BlackRock begonnen als respectievelijk Client CIO Multi-Asset Strategies & Solutions EMEA Pensions en Vice President Client Strategist Transition Management.

Marleen Koetsier

is benoemd tot Head of Economics & Strategic Asset Allocation bij APG Asset Management. Zij werkte al sinds 2018 bij het bedrijf, als Senior Strategist.

Bas van Buuren

is benoemd tot Country Head van Degroof Petercam Asset Management in Nederland. Hij komt over van Macquarie Asset Management.

Anna Zakrzewski

is aangesteld als Group COO bij Quintet Private Bank. Hiervoor werkte zij bij Boston Consulting Group.

Martijn Meijer

is begonnen als Investment Manager bij Providence Capital. Hiervoor werkte hij voor Wijs & van Oostveen.

Nick King

is benoemd tot Head of Exchange Traded Funds bij Robeco. Hij komt over van Fidelity International.

Jeroen van Lom

is aangesteld als CEO van Auréus. Hij was daar al werkzaam, als CFO en CIO.

Arjan Wassink

is aangetreden als Partner van HIP Capital in Twente. Hij komt over van Rabobank.

Jolanda Penninx

is begonnen als Director Private Banking & Wealth Management bij ING Nederland. Hiervoor werkte zij bij Credit Suisse.

Pieter Aartsen

is aangesteld als COO bij AFS Group. Hij vervult deze functie naast zijn rol als Hoofd Execution Services bij hetzelfde bedrijf.

Erwin Foppen

gaat aan de slag als COO én CCO bij Bluemetrics. Hij werkte eerder in uiteenlopende functies bij onder andere F. van Lanschot Bankiers en ING.

**Derya Gunaydin**

is gestart als bestuurder bij de pensioenfondsen Pon, Gazelle en Geveke. Eerder werkte zij voor pensioenfonds Achmea, waarvan de laatste 8,5 jaar als Manager Juridische zaken.

Karin Pasha-Huizinga

gaat aan de slag als Responsible Investment Officer bij Colesco. Hiervoor was zij werkzaam bij Cardano.

Edouard Boscher

is aangesteld als Head of Private Equity bij Carmignac. Hij komt over van Ardian, waar hij Managing Director was van de afdeling Investor Relations. Hij begon zijn carrière bij AXA IM.

Paul Braams

is begonnen als Consultant bij IG&H. Hij was sinds 2009 werkzaam als Directeur van Pensioenfonds Horeca & Catering.

Işıl Akdemir Evlioğlu

gaat aan de slag als Head of Private Individuals bij ING Nederland. Hiervoor was zij werkzaam bij Garanti BBVA.

Jan Willem Hoitsma

is aangesteld als Directeur Werkgeversoplossingen bij Zwitserleven. Eerder was hij CEO Premiepensioeninstelling bij Brand New Day.

Ton van Nimwegen

is aangesteld als COO en Lid van de Executive Board van ABN AMRO. Hij vervulde eerder functies bij Rabobank, meest recentelijk als COO.

Bart van Coeverden

is benoemd tot Institutional Client Director bij LGIM. Hij komt over van DWS Group.

Han Busker

is toegetreden tot de Raad van Commissarissen van PGGM. Hij was eerder onder meer Voorzitter van de Nederlandse Politiebond en lid van het Dagelijks Bestuur van de FNV.

Jorg Sunderman en Olaf van den Heuvel

treden toe tot het bestuur van DUFAS. Sunderman is Head of Sustainable Asset Management bij Cardano. Van den Heuvel is CIO en Global Head Multi Asset and Solutions bij Aegon Asset Management.

Simone Vroegop

is benoemd tot EMEA Head of Investment Managers bij BNY Mellon. Zij komt over van Brown Brothers Harriman, waar zij Head of Strategy Investor Services was. Eerder werkte zij 14 jaar bij State Street.

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





SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

26 JANUARI 2024

WWW.SCHAATSVOORKIKA.NL



Good things
happen when
experts come
together



Together, we're experts
in equities, bonds, ESG,
thematics and alternatives.

Experience
The Expert Collective

> IM.NATIXIS.COM

