



# Co-investeren voor impact in emerging markets

Samen met ontwikkelingsbanken investeren in private leningen in opkomende landen is een relatief nieuwe manier om financieel rendement te koppelen aan SDG-resultaten. Financial Investigator sprak met Elvira Eurlings, een van de Top 50 Women in Sustainable Finance en Chief Investment Officer van ILX Management, dat zich namens enkele Nederlandse pensioenfondsen op deze vorm van impactbeleggen richt.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

## Hoe bent u in de industrie terechtgekomen en waar houdt u zich nu mee bezig?

‘Doordat ik als econoom de overstap maakte van het ministerie van Financiën naar het IMF, kwam ik in een internationaal mooie en uitdagende omgeving terecht. Hier raakte ik ‘besmet’ met het virus van de internationale financiële wereld en leerde ik hoe de economische verhoudingen tussen landen en regio’s werken. Mijn focus lag op opkomende markten, wat ik vervolgens voort kon zetten bij FMO, waar ik kon transformeren tot ontwikkelingsbankier. Mijn passie voor impact-investeringen bloeide in die tijd op. Na een prachtige tijd bij FMO ben ik eerst nog werkzaam geweest bij het agentschap van het ministerie van Financiën, waar ik verantwoordelijk was voor het financieren van de Nederlandse staatsschuld door onder andere de uitgifte van de eerste Nederlandse groene obligatie. Dat was ook heel impactvol. Daarna kwam ILX op mijn pad. In mijn huidige baan als CIO komen veel dimensies van mijn opgebouwde ervaring en passie samen. Het is een organisatie die namens pensioenfondsen investeert in opkomende markten, met bilaterale en multilaterale ontwikkelingsbanken, die ik goed ken uit mijn tijd bij FMO. Het interessante is ook dat we een relatief jong en snelgroeiend bedrijf zijn, wat mooie extra uitdagingen biedt. Om even de achtergrond van ILX te schetsen: de eerste twee investeerders waren APG, dat namens ABP en bpf Bouw instapte, en Achmea Investment Management, dat investeerde voor Pensioenfondsen

Vervoer. Dankzij hun inleg van ruim € 1 miljard zijn we begin 2022 echt van start gegaan.’

## Welke typen investeringen hebben jullie zoal gedaan? En waarom zijn die aantrekkelijk voor institutionele beleggers?

‘We investeren in opkomende markten door in verschillende sectoren leningen te verstrekken die een grote bijdrage leveren aan de SDGs, bijvoorbeeld in infrastructuur, lokale banken en verbeterde financiële inclusie, of in duurzame energie- en landbouwprojecten. We investeren alleen met ontwikkelingsbanken, waaronder de private sector-afdeling van de Wereldbank IFC, de Oost Europa-bank EBRD, en het Nederlandse FMO. Met deze banken co-investeren we in projecten in de vorm van leningparticipaties. De ontwikkelingsbanken zijn de zogeheten A-lender en wij zijn de B-lender. De ontwikkelingsbank neemt de lokale sourcing van investeringsprojecten op zich en tekent uiteindelijk ook het financieringscontract met de lener. Wij verschaffen vervolgens, nadat we eerst natuurlijk onze eigen due diligence op de investeringsvoorstellen hebben gedaan, een deel van de financiering, voornamelijk senior debt. Daarmee hebben we dus direct exposure naar het risico en rendement van het onderliggende project, maar sluiten we het contract met de ontwikkelingsbank. B-lenders waren voorheen commerciële banken, maar via ons nu ook institutionele beleggers, voor wie deze leningen in het kader van impactbeleggen, maar ook in >

## ‘In landen die al eerder een meer op DC gelijkende omgeving hebben gecreëerd, is de allocatie naar illiquide strategieën wel toegenomen in de portefeuilles.’

het kader van rendement interessant zijn. We hebben ondertussen zo'n 30 leningen verstrekt. Zo hebben we met de ontwikkelingsbanken samen financiering verstrekt aan lokale banken, maar ook leningen voor de bouw van zonne- en windparken, voor de verlenging van een metrolijn, voor de uitbreiding van de productiecapaciteit van een duurzaam geleide viskwekerij en aan een fabrikant van elektrische bestelbussen. Het is trouwens ook in het belang van ontwikkelingsbanken om extern institutioneel kapitaal aan te trekken. Ten eerste staat het mobiliseren van private sector investeerders uitdrukkelijk in hun mandaat. Ten tweede hebben ze zo toegang tot meer kapitaal, waardoor ze hun portefeuilles internationaal en sectoraal beter kunnen spreiden en uitbreiden. Voor institutionele beleggers zijn dergelijke leningen interessant, omdat ze impact hebben en tegelijkertijd, met hun lange looptijden en een veel lagere volatiliteit, vergelijkbare rendementen hebben als andere 'alternative emerging market debt'-beleggingen. Wat betreft de impact rapporteren wij ook uitgebreid wat de bijdragen aan bijvoorbeeld de relevante SDGs zijn. We hanteren bovendien waarborgen op het gebied van ESG.'

### **Kunnen impact, risico en rendement hand in hand gaan in opkomende markten? Hoe meetbaar is dat en is de data betrouwbaar?**

‘Wij hebben in de oprichtingsfase veel data vergaard en geanalyseerd en hebben geconstateerd dat er enerzijds meetbare impact is en dat anderzijds de risico's meer dan goed door rendement worden gecompenseerd.

Onlangs heeft het Global Emerging Markets Risk Database Consortium, een overkoepelend orgaan van ontwikkelingsbanken dat kredietstatistieken verzamelt, data gepubliceerd rond de private investeringen die door de achterliggende banken zijn gedaan. Wat blijkt? De wanbetalingsrisico's zijn erg laag, gemiddeld maar 3,5%. Bovendien zijn de recovery rates hoog, zo'n 75%. Dat is ook de reden dat wij in ons fonds geen gebruikmaken

van blending, of een first loss of andere vorm van garanties hebben voor

onze investeerders. In opkomende landen is het namelijk essentieel om een onderscheid te maken tussen de perceptie van risico en het werkelijke risico. Wij zien dus dat voor heel veel investeringen die de ontwikkelingsbanken doen en waar wij mee financieren de werkelijke risico-rendementsbalans zich prima verhoudt tot andere asset classes.

Blended finance kan veel waarde toevoegen wanneer die specifiek wordt toegepast om grensverleggende investeringen mogelijk te maken die daadwerkelijk een hoger risicoprofiel hebben en waar de private sector nog niet aan meedoet. Denk daarbij aan de financiering van vernieuwende technologieën of investeringen in landen met een daadwerkelijk hoog risico. Wat betreft impact is het allemaal goed te meten, want doelen worden vooraf afgesproken en contractueel vastgelegd. Er worden hierover duidelijke rapportage-afspraken gemaakt tussen de ontwikkelingsbanken en de klanten. Indien nodig wordt door de banken technische assistentie gegeven als de leners niet goed in staat zijn consistente data te leveren. Wij zijn een SFDR artikel 9-fonds, dus die data moet op orde zijn.'

### **In hoeverre is aandacht voor de G van ESG mogelijk in opkomende landen?**

‘Een goede governance is, naast waarborgen op het gebied van milieu- en sociale risico's, cruciaal. Daarom hanteren wij bij iedere investering duidelijke, minimale standaarden voor goed bestuur, zoals diversiteit en onafhankelijke commissarissen, de inregeling van de compliance en de auditfunctie, de omgangsreglementen met minderheidsaandeelhouders, en transparante verslaglegging.

We krijgen ESG-data en -rapporten van de ontwikkelingsbanken, die wij vervolgens aan een eigen analyse onder-



CV

## Elvira Eurlings

Elvira Eurlings is sinds 2022 CIO van ILX Management, waar ze het investerings- en duurzaamheidsteam aanstuurt. Ze begon haar carrière in 1999 bij het ministerie van Financiën en kwam in 2007 in dienst bij FMO, waar ze onder andere verantwoordelijk werd voor de wereldwijde energieportefeuille. Na FMO werd ze in 2018 Agent bij het ministerie van Financiën. Eurlings studeerde Algemene Economie aan Tilburg University.

werpen. Als we vragen hebben, kunnen we die altijd terugkoppelen naar de ontwikkelingsbanken.'

### Wat kunt u zeggen over de risico's?

'Dankzij het werken met ontwikkelingsbanken, waarvan een aantal al decennialang ervaring heeft – zo bestaat FMO al sinds de jaren zeventig – wordt het risico sterk gemitigeerd. De multilaterale ontwikkelingsbanken krijgen bovendien een speciale behandeling in de landen waar ze actief zijn, de zogeheten preferred creditor treatment, waarbij ze voorrang hebben op terugbetaling in het geval er betalingsproblemen in het land ontstaan.

Sommige landen kennen uiteraard serieuze uitdagingen. Maar nogmaals, de ontwikkelingsbanken hebben jarenlange ervaring, zijn vaak lokaal vertegenwoordigd en structureren hun leningen op een solide manier. Door de ruime ervaring lopen de ontwikkelingsbanken ook vaak al jaren vooruit wat betreft het uitsluiten van landen. Zo werd Rusland al in 2014 uitgesloten, na de invasie van de Krim. De internationale kapitaalmarkten sloten Rusland pas acht jaar later uit, na de inval in Oekraïne. Soms wordt nationaliseren als risico genoemd. De praktijk leert echter dat overheden niet snel overgaan tot het nationaliseren van bedrijven waar ontwikkelingsbanken bij betrokken zijn, omdat die voor een belangrijk deel de toegang zijn tot andere internationale financiële stromen.'

### Hoe beïnvloedt de huidige geopolitieke situatie jullie beleggingsportefeuille en -strategie?

'De internationale conflicten hebben vooralsnog geen impact op onze beleggingsstrategie. Zoals gezegd is er sprake van een zeer adequaat uitsluitingsbeleid van landen waarin we actief kunnen zijn. Tegelijkertijd zijn er nog zoveel investeringsmogelijkheden in de andere landen waarin we wél actief zijn, bijvoorbeeld in de energietransitie. In veel opkomende landen moeten daar nog enorme stappen worden gezet. Als we de

klimaatdoelen uit het Klimaatakkoord van Parijs willen halen, moeten we juist hier investeren. Er is nog altijd sprake van een enorm financieringsgat, overigens niet alleen voor schone energie, maar ook voor diverse andere, eerder besproken SDGs. Ontwikkelingsbanken hebben hierin een spilfunctie. Daar liggen ook kansen, omdat diverse ontwikkelingsregio's economisch goed doorgroeien, met Azië voorop, gevolgd door Afrika en Latijns-Amerika.'

### Op welke opkomende landen richten jullie je? Is er concurrentie met ontwikkelingshulp?

'We investeren wereldwijd, in Azië, Afrika, Oost-Europa en Latijns-Amerika, zowel in opkomende landen, zoals Colombia en Georgië, als in frontier markets, zoals Bangladesh en Tanzania. Eigenlijk komen alle landen waar ontwikkelingsbanken actief zijn in aanmerking. Er is geen concurrentie met ontwikkelingshulp, want die richt zich vooral op overheden. Wij focussen op investeringsprojecten in private sectoren.'

### Zal de Wtp invloed hebben op de aantrekkelijkheid van jullie strategie?

'Het is nog iets te vroeg om te kunnen beoordelen of de Wtp invloed heeft op onze beleggingscategorie. In landen die al eerder een meer op DC gelijkende omgeving hebben gecreëerd, is de allocatie naar illiquide strategieën wel toegenomen in de portefeuilles. Dat zou ook in Nederland kunnen gebeuren.

Ik denk dat SDG-focused emerging market private debt een goede toekomst heeft, omdat het financieel en maatschappelijk rendement aan elkaar koppelt. In de zomer verwachten we het kapitaal dat ons door de eerder genoemde pensioenfondsen is toevertrouwd, volledig te hebben geïnvesteerd. We zijn inmiddels ook een tweede fonds aan het opzetten. De pijn aan investeringsprojecten doet ons geloven dat onze beleggingsstrategie heel schaalbaar is.' ■