

# FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

---

## BEELD VAN OVERHEID VEEL TE NEGATIEF

Nobelprijswinnaar  
Prof. Dr. Joseph Stiglitz

---

## VAN MONO- NAAR MULTI-KAPITALISME

Prof. Dr. Rutger Claassen,  
Universiteit Utrecht

---

# STERKE GROEI IMPACT- BELEGGEN MAAKT MANAGEN VERWACHTINGEN NÓG BELANGRIJKER

Vincent Triesschijn, ABN AMRO



OUTLOOK  
2<sup>E</sup> HELFT 2024  
door 8 experts



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](https://IM.NATIXIS.COM)



**HOOFDREDACTEUR**

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

**ADJUNCT HOOFDREDACTEUR**

Harry Geels  
[harry@financialinvestigator.nl](mailto:harry@financialinvestigator.nl)

**EINDREDACTIE**

Baart Koster

**REDACTIE**

Hans Arnesz, Ronald Bruins, Bouko de Groot, 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  
 Marc Vijver  
 Josephine van der Vossen

**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

Sophia Bantanidis, Fares Benouari, Alex van den Berg, Svetlana Borovkova, Richard Braakenburg, Rob Brand, Rutger Claassen, Marc Debois, Han Dieperink, Karin van Dijk, Jocelyn Dioux, Volker Flögel, David Furey, Hadrien Gaudin-Hamama, Mark Gilligan, Juliana Hadas, Boris Harmsen, Casper Hesp, Arnoud van Heuveln, Karsten Holetzek, Roel Houwer, Thijs Jochems, Anna de Jong, Karen Kharmandarian, Ariane Kesrewani, Jules Koekkoek, Siegfried Kok, Frederik Kooij, Roy Kroon, Kenneth Lamont, Cedric Le Berre, Joost van Leenders, Wei Li, Ronald van Loon, Axel Maier, Rosheen McGuckian, Bart van Merriënboer, Daniel Murphy, David Newman, Jitzes Noorman, Judith Norbart, Paul O'Donnell, Bart Oldenkamp, Martin Opfermann, Paul Oremus, Angela Quiroga, Guillaume Rabault, Pim Rank, Sebastiaan Ranner, Laura Rebel, Nils Rode, Jill Rootsart, Martin Sanders, Marie Sardari, Markus Schaen, Lorraine Sereyjol-Garros, Seema Shah, Maarten Spek, Ole Kristian Sivertsen, Maarten van der Spek, Joseph Stiglitz, Bruno Taillardat, Huub Ten Holter, Angeles Toledo, Vincent Triesschijs, Eric Uijen, Wim Vandenhoock, Albena Vassileva, Frans Verhaar, Pim van Vliet, Mark Voermans, Matthijs de Vries, Joeri de Wilde, David Wright, Mark van Wijngaarden, Corné van Zeijl en Wim Zwanenburg

**FOTOGRAFIE**

Joep van Drunen Fotografie  
 Kees Rijken 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](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

**UITGEVER**

Financial Investigator Publishers B.V.  
[info@financialinvestigator.nl](mailto: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](http://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](mailto:info@financialinvestigator.nl)

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

## Positieve impact op financiële markten

De beleidsrente van de Europese Centrale Bank is in juni voor het eerst in lange tijd verlaagd. De Amerikaanse centrale bank volgt mogelijk in september, afhankelijk van de inflatieontwikkelingen. Dat creëert ook ruimte voor China om zijn monetaire beleid te versoepelen. Historisch gezien hebben dergelijke renteverlagingen vaak een positieve impact op de financiële markten.

In de komende kwartalen zullen bedrijfswinsten sterker stijgen, deels door een gunstige vergelijkingsbasis en een optimistischer toekomstperspectief van bedrijven na het eerste kwartaal. Vooral in de Amerikaanse productiesector lijkt de zestien maanden durende recessie voorbij te zijn. Bovendien neemt de groei in Azië en Europa toe.

Renteverlagingen stimuleren ook de private markten. Waar de sterk gestegen rente de afgelopen jaren problemen veroorzaakte in de vastgoedsector, kan nu een nieuwe cyclus beginnen door de dalende rente. Er is een grote behoefte aan investeringen in vastgoed en infrastructuur. De resultaten op diverse delen van de private markten zijn vergelijkbaar met, of zelfs beter dan, de resultaten op aandelen.



In deze editie van Financial Investigator besteden we in de vorm van vier thema's ruime aandacht aan toekomstperspectieven. Zo kijken acht experts met ons vooruit naar de economische ontwikkelingen in het tweede halfjaar. Bij het tweede thema gaan we in op de energietransitie, met onder andere een ronde tafel over Energy Transition Infrastructure. Het derde thema gaat over actief en passief beleggen, met ook weer een ronde tafel met diverse experts. Over de rol van Artificial Intelligence (AI) is bij dit onderwerp veel te doen. De groeiende invloed van kunstmatige intelligentie gaat op allerlei manieren impact hebben op onze toekomst. AI is daarom het vierde thema, met onder andere een verslag van het goedbezochte AI-seminar voor family offices dat Financial Investigator onlangs organiseerde.

Vier interviews bezien ten slotte ook de weg naar morgen. Pensioenfondsbestuurder Eric Uijen staat stil bij de group effort die nodig is voor een mooie toekomst. Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz drukt ons op het hart dat het allemaal nog niet zo slecht gesteld is met de overheid. Hoogleraar Rutger Claassen breekt een lans voor een breder en toekomstbestendiger begrip van 'kapitaal'. En in het coverinterview praat Vincent Triesschijs, Global Head ESG & Sustainable Investing bij ABN AMRO, over het belang van beleggen met impact.

Ik wens u veel leesplezier met dit extra dikke zomernummer!

**Jolanda de Groot**  
 Hoofdredacteur

**Educatieve bijeenkomst over 'Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars'**

**Datum: 24 september 2024  
 12.30-16.20 uur**

**Locatie: Erasmus Paviljoen, Rotterdam**

**Meer info en registratie:  
[www.financialinvestigator.nl/](http://www.financialinvestigator.nl/)  
 seminar-24-09-2024**



10

Sterke groei impactbeleggen maakt managen van verwachtingen nóg belangrijker



Beeld van overheid veel te negatief

6



Ronde Tafel Active & Passive Investing

20

COVERVERHAAL

**10 Sterke groei impactbeleggen maakt managen van verwachtingen nóg belangrijker,**  
Interview met Vincent Triesschijn, ABN AMRO

THEMA ACTIVE & PASSIVE INVESTING

**20 Ronde Tafel Active & Passive Investing**

**30 Capturing the equity premium through factor investing,** Amundi

**32 Diversification is crucial, especially in 2024,** UBP SA

THEMA ENERGY TRANSITION

**36 Energietransitie en private markets,**

**S** Interview met Nils Rode en Paul O'Donnell, Schroders Capital

**40 Is the energy transition really happening?,** AXA IM Alts

**42 Navigating the real estate landscape,**

**S** Tikehau Capital

**44 When does black gold lose its lustre?,** Union Investment

**46 Bevindt de waterstofmarkt zich op een kantelpunt?,** VanEck

**48 Ronde Tafel Energy Transition Infrastructure**

THEMA ARTIFICIAL INTELLIGENCE

**92 Seminarverslag Generatieve AI: Waar liggen de kansen en wat zijn de risico's?**

**96 Data as an asset for AI innovation,** Nuklai

THEMA OUTLOOK TWEEDE HELFT 2024

**98 Outlook Tweede Helft 2024**

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

**6 Beeld van overheid veel te negatief,**

Interview met Nobelprijswinnaar Prof. Dr. Joseph Stiglitz

**14 Je doet het niet alleen,** Interview met Eric Uijen, pensioenfonds PME

**34 Impactbeleggen: een strategisch perspectief,** Achmea Investment Management

**58 Van mono- naar multi-kapitalisme,** Interview met Prof. Dr. Rutger Claassen, Universiteit Utrecht

**62 Landbouwgrond kan een aantrekkelijk alternatief zijn,** Van Lanschot Kempen Investment Management

**66 Huurwoningen verduurzamen, een positieve business case?,** Achmea Real Estate

**68 Impact maken is vooral ook inzetten op huurderstevredenheid en duurzaamheid,** CBRE Investment Management

**S** Gesponsord

- 70 Trade finance: between disruptions and demand**, Allianz Global Investors
- 72 Fundamentals zijn nog steeds cruciaal bij een zachte landing**, Principal Asset Management
- 74 Family offices hebben steeds groter aandeel in institutionele beleggingsmarkt**, Mercer
- 76 Building private credit portfolios**, Goldman Sachs Asset Management
- 78 Mini-Ronde Tafel Private Debt**
- 82 Deploying an ambitious biodiversity strategy**, Interview met Hadrien Gaudin-Hamama, Mirova
- 84 Hoe een Noorse start-up de biodiversiteit aanjaagt met vloeibare klei**, ASN Impact Investors
- 86 Advancing SDGs through fixed income: supply versus demand**, BlackRock
- 90 EM local debt Performance delayed, but not denied**, Invesco

COLUMNS

- 9 Thijs Jochems:** Langetermijnstrategieën clashen met kortetermijnoplossingsgerichtheid
- 17 Wim Zwanenburg:** Concentreren of herbalanceren?
- 18 Pim van Vliet:** Laat je niet gijzelen door de benchmark
- 39 Han Dieperink:** Een duurzaamheidshausse in grondstoffen
- 65 IVBN:** Jongeren steeds meer in de knel op de woningmarkt
- 81 CFA Society Netherlands:** Biodiversity – to be or not to be!
- 89 Pim Rank:** Van T+2 naar T+1: eindpunt of tussenstop?

RUBRIEKEN

4 Kort nieuws

- 103** On the move special: **Bart Oldenkamp**
- 104** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 03/09** Lunch Webinar Discussie ‘Innovations in Healthcare’
- 10/09** Lunch Webinar Discussie ‘Emerging Markets’
- 17/09** Ronde Tafel ‘Direct Lending’
- 20/09** Ronde Tafel ‘Sustainable Credits & Climate Transition Credits’
- 24/09** Seminar ‘Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars’
- 26/09** Ronde Tafel ‘Infrastructure & Real Estate Debt’
- 14/10** Pensioenseminar ‘Klimaat & Biodiversiteit’



48

Ronde Tafel Energy Transition Infrastructure



58

Van mono- naar multi-kapitalisme



Outlook Tweede Helft 2024

98

# Group of investors issues joint statement on shareholder rights

A group of institutional investors with a combined AuM of USD 5.2 trillion called for the SEC to continue to be the preferred arbiter of shareholder proposals in the United States. The joint statement was signed by 39 institutional investors, among which are PGGM, MN, APG, Van Lanschot Kempen, NN, Robeco, Achmea, Cardano en Pensioenfondsvestiging Rail & OV.

In the statement, they express concern that shareholder rights may be at risk in light of the litigation undertaken by Exxon Mobil against Follow This and Arjuna Capital and the amicus brief of the US Chamber of Commerce and the Business Roundtable. They are

concerned that these actions will deter the filing of proposals concerning the sustainability issues that are material to the performance of their equity and fixed income portfolios.

‘We believe that it will be to the detriment of long-term investors if the current system of shareholder advocacy in the United States is undermined and an increasing number of companies defer to the court system to settle disagreements on shareholders proposals. It is our view that the SEC is best placed to lead discussions between companies and investors, including on how to improve the proposal process,’ the group said.

## PATRIZIA:

Verdere renteverlagingen door ECB sneller dan verwacht

Dat stelt Mahdi Mokrane, Head of Global Investment Strategy, Research & Investment Solutions bij PATRIZIA. ‘De economie als geheel kan zich het huidige renteniveau niet veroorloven.’

Voor de vastgoedmarkt vindt Mokrane de renteverlaging een stap in de goede richting. Vanuit transactieperspectief denkt hij dat Europa aantrekkelijker zal worden naarmate de bid-ask spreads kleiner worden, wat meer transactieactiviteit onder marktdeelnemers zal stimuleren. Hij wijst op de forward yield curve die aanduidt dat marktpartijen uitgaan van een langzame daling van de rente. ‘Maar wij geloven dat verdere renteverlagingen sneller zullen plaatsvinden dan velen misschien verwachten. Belangrijkste reden hiervoor is dat de nettokredietgroei in de regio zwak is geworden, zowel op het niveau van de huishoudens als op het niveau van de bedrijven.’

Mokrane stelt dat tijdens eerdere perioden van monetaire versoepeling het patroon bijna altijd agressiever was dan verwacht. ‘Met andere woorden: centrale banken hebben de neiging om te lang te wachten met versoepelen.’



## DE TIPS VAN

# Frans Verhaar

### Welke les heb je geleerd in je carrière tot nu toe?

Het blijft mensenwerk. In mijn optiek is de cultuur van een organisatie de cruciale factor om goed te kunnen functioneren en plezier in je werk te hebben. Maar de organisatiecultuur is uiteindelijk een weerspiegeling van de normen en waarden van de individuen binnen de organisatie. Om deze dynamiek beter te begrijpen, vind ik veel waarde in praxeologie, de studie van menselijk handelen binnen de Oostenrijkse Economische School. Het biedt een theoretisch kader, dat de logica en motivatie achter menselijke beslissingen

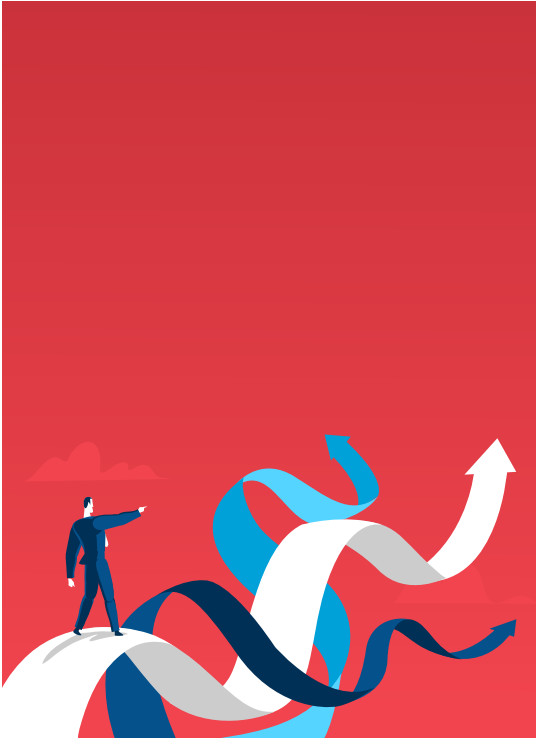
helpt te begrijpen, wat essentieel is voor het doorgronden van de organisatiecultuur van bijvoorbeeld onze opdrachtgevers.

### Welke lees-, luister- of kijktip heb je voor onze lezers en waarom?

De klassieker van Henry Hazlitt uit 1946, ‘Economics in One Lesson’ biedt een toegankelijke introductie tot de principes van de Oostenrijkse School. Als dit boek je interesse wekt, raad ik je aan de uitgebreide bibliotheek van het Amerikaanse Mises Instituut te verkennen: [www.mises.org/library](http://www.mises.org/library).



Frans Verhaar werkt als Senior Director Client Consulting al ruim 17 jaar bij bfinance, waar hij institutionele beleggers adviseert en begeleidt bij allerlei beleggingsimplementatievraagstukken.



STATE STREET:

## Allocatie private markten in 2028 naar 50%

State Street verwacht dat beleggingen in private markten in 2028 bijna de helft van de gemiddelde institutionele portefeuille uitmaken. Die conclusie werd getrokken uit de wereldwijde ondervraging van bijna 500 beleggingsinstellingen (waaronder 220 Europese) om inzicht te krijgen in hun beleggingen en activiteiten in private markten.

De meerderheid van de respondenten zei in de komende twee jaar de exposure naar bijna alle asset classes van de private markten (infrastructuur, private debt, private equity en vastgoed) te vergroten. In de komende vijf jaar verwachten zij de exposure in alle private asset classes uit te breiden. Institutionele beleggers zullen hun allocaties naar de publieke markten waarschijnlijk verlagen om beleggingen in private markten uit te breiden.

Wereldwijde ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving zullen de vraag naar private markten stuwen, onder andere door overheidssteun voor belangrijke industrieën en investeringen in infrastructuur. Bijna 50% van de Europese respondenten verwacht dat wetgeving in de EU een impuls geeft aan investeringen in private markten.

J.P. MORGAN PRIVATE BANK:

## Family offices zetten flink in op alternatives

J.P. Morgan Private Bank heeft 190 family offices van over de hele wereld gevraagd inzicht te geven in hoe zij beleggingen, governance, opvolgingsplanning en family office-activiteiten managen.

Uit het onderzoek blijkt dat family offices hun beleggingsportefeuilles diversifiëren, waarbij ze meer bereid zijn om illiquiditeitsrisico te nemen voor een hoger potentieel langetermijnrendement. Bijna 80% werkt met externe beleggingsadviseurs. De gemiddelde portefeuille heeft momenteel een allocatie van 45% naar alternative assets, gericht op een rendement van 11%. Private equity is met 86% de meest aangehouden en infrastructuur met 9% de minst aangehouden beleggingscategorie. Naast de focus op alternatives ontwikkelen family offices consequent liquide kernportefeuilles. Gemiddeld alloceren deze portefeuilles 26% naar beursgenoteerde aandelen en 20% naar fixed income en cash.

De jaarlijkse operationele kosten van family offices met een beheerd vermogen van \$ 1 miljard of meer bedragen volgens het onderzoek gemiddeld \$ 6,1 miljoen. Het uitbesteden van management en strategie is voor hen daarom een prioriteit. Bijna 40% van de kleine en middelgrote family offices, met een beheerd vermogen vanaf \$ 50 miljoen, besteedt in meer of mindere mate het vermogensbeheer uit.

MPG:

## Institutional investors are focusing more on yield than on growth

Institutional investors and wealth managers are turning their focus to yield as opposed to growth in response to the changing geopolitical and macroeconomic environment, concludes Managing Partners Group (MPG) from its own research. Around 80% questioned in the study with pension funds, insurers, family offices and wealth managers worldwide with assets of € 107 billion under management say their funds will increase their focus on yield over the next 12 months, with 11% saying there will be a dramatic increase in the focus on yield.

The professional investors expect yields in the fixed income sector and allocations to the sector to increase over the next 12 months, but are less positive on the next six months, the research found. Around three out of four (72%) expect yields in the fixed income sector in general to rise over the next 12 months with 9% predicting a dramatic increase. Up to 74% expect allocations to fixed income assets to rise over the same period with 22% predicting a dramatic increase in allocations. Nearly half (45%) say the funds they manage are under-exposed to fixed income currently with just 9% believing they are over-exposed and 46% estimating they have the right level of exposure.

# Beeld van overheid veel te negatief

Het is de hoogste tijd om de overheid weer op het voetstuk te plaatsen waar zij door neoliberale marktdenkers vanaf was gestoten. En dat mag best wat extra belasting kosten. Europa dient als voorbeeld voor de Verenigde Staten, ware het niet dat veel Europese landen steeds vaker de Amerikaanse neoliberale waanbeelden omarmen.

Door Joost van Mierlo

Dit zijn bijna vertrouwde woorden uit de mond van de Amerikaanse econoom en Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz. In een nieuw boek, 'The Road to Freedom', heeft hij zijn denkbeelden nog eens aangescherpt. De titel is een verwijzing naar het invloedrijke, in 1944 geschreven boek 'The Road to Serfdom' van de Oostenrijks-Amerikaanse econoom Friedrich Hayek, ook een Nobelprijswinnaar.

Hayek zag het volgens Stiglitz helemaal verkeerd. De groeiende rol van de overheid zou volgens Hayek tot autoritaire regimes leiden en tot politieke onderdrukking. Maar het tegendeel was het geval. Van de Verenigde Staten tot Europa en Japan profiteerden landen van de uitbreiding van beschermingsmaatregelen die in de jaren vijftig en zestig werden ingevoerd. De enorme economische groei van die jaren ging gepaard met een nooit eerder vertoonde toename van gelijkheid.

Dat is allemaal veranderd sinds begin jaren tachtig het neoliberale gedachtegoed werd omarmd door westerse politici als Ronald Reagan en Margaret Thatcher. De groei verminderde en de ongelijkheid steeg. Terwijl de overheid geleidelijk aan steeds meer werd verketterd, dreigt er nu daadwerkelijk een autoritair regime in de VS, aldus Stiglitz, als Donald Trump onverhoopt wordt herkozen.

## Vrijheid wordt de laatste decennia steeds vaker geassocieerd met een terugtrekkende overheid. Hoe kijkt u daartegenaan?

'We hebben te maken met een beperkt begrip van vrijheid. Het is alsof de overheid niets goeds kan doen. Maar we profiteren allemaal van regels die de overheid invoert. Neem het simpele voorbeeld van het verkeerslicht. In steden als New York en Londen is het voor automobilisten misschien vervelend dat ze moeten stoppen als een verkeerslicht op rood staat. Maar stel je voor dat er geen verkeerslichten zouden zijn. Dan ontstaat er een chaos waarbij er voor geen enkele automobilist een doorkomen aan is.

Een ander voorbeeld. Stel dat iedereen gewoon maar een AK-47 zou mogen gebruiken. Voor degene die beschikt over een dergelijk wapen is het misschien de ultieme vorm van vrijheid. Maar de slachtoffers denken daar anders over. De Britse filosoof Isaiah Berlin beschreef dat goed: 'De vrijheid voor wolven betekent niet veel goeds voor de schapen.'

## Het beperken van vrijheden helpt dus bij het realiseren van een vrijere wereld?

'Ja, het is een gedachtegoed dat geleidelijk aan het verdwijnen is. Kinderen op kleuterscholen krijgen tegenwoordig uitgelegd hoe ze moeten reageren als er een massamoordenaar op school verschijnt. Kan je je voorstellen wat dit betekent voor hun wereldbeeld? We hebben het hier over kinderen van nog

'De overheid is de belangrijkste factor als het gaat om het creëren van economische groei.'



CV



Joseph Stiglitz

Joseph Stiglitz is een Amerikaanse econoom die in de jaren zestig promoveerde aan Massachusetts Institute of Technology. Hij doceerde onder andere aan Princeton en Yale en is inmiddels al decennialang betrokken bij Columbia University in New York. Hij ontving in 2001 de Nobelprijs voor Economie voor zijn werk op het gebied van asymmetrische marktinformatie. Stiglitz was jarenlang de belangrijkste economische adviseur van de Amerikaanse president Bill Clinton en van 1997-2000 was hij Chief Economist van de Wereldbank.

geen tien jaar oud. Afschuwelijk gewoon. Vrij wapenbezit mag dan worden gepresenteerd als een uiting van vrijheden, maar het leidt tot een beangstigende wereld.'

**De meeste kritiek van neoliberalen richt zich op een betuttelende overheid en het recht van mensen om hun bestedingen zelf te bepalen. Wat is daar mis mee?**

'Het is gebaseerd op het idee dat mensen hun succes aan zichzelf te danken hebben. De 'self made man' zoals we dat in de VS noemen. Maar dat is een waanbeeld. Neem Elon Musk, momenteel de rijkste man ter wereld. Hij heeft zijn succes in ieder geval deels te danken aan het feit dat de Amerikaanse overheid op een gegeven moment bereid was om een half miljard dollar in Tesla te pompen toen die onderneming op omvallen stond.

En dan hebben we het over iemand die zijn geld niet heeft geërfd. Voor heel veel rijken van deze wereld geldt dat ze hun vermogen te danken hebben aan hun ouders of voorouders. Je zou kunnen zeggen dat vrijwel alle rijkdom in het Zuiden van de VS gebaseerd is op inkomsten uit slavernij. Dat geeft te denken.'

**En de betuttelende overheid?**

'Dat is een veel te negatief beeld van de overheid. Overal worden natuurlijk fouten gemaakt, maar het beeld dat de overheid het probleem is, zoals veel mensen tegenwoordig denken, moet worden veranderd. De overheid is de belangrijkste factor als het gaat om het creëren van economische groei. Het zijn de technologische verworvenheden van onze direct of indirect door de overheid gefinancierde universiteiten, die de afgelopen

decennia de grootste bijdrage hebben geleverd aan de stijgende productiviteit. Dat het vooral individuen zijn die dat succes claimen, en dat het vooral individuen zijn die profiteren, is een heel ander verhaal.'

**Het blijft politiek een lastig verhaal om voor hogere belastingen te pleiten, vooral voor de brede middenklasse, de belangrijkste bron van inkomsten voor overheden. Is dat niet vergelijkbaar met een politieke gifpil?**

'Dat waag ik te betwijfelen. Ik ben voorstander van een vermogensbelasting van minimaal 2%. In de VS is ruim 40% van het totale vermogen in handen van minder dan 1% van de bevolking. Dat maakt duidelijk dat het een maatregel is die niet veel mensen zal raken.

Hetzelfde geldt voor de rijkere ondernemingen. De enorme winsten die in Silicon Valley worden gemaakt, zijn op zichzelf een bewijs dat er sprake is van onvoldoende concurrentie. Daar moet wat aan worden gedaan.

Na de COVID-19-pandemie en de inval van Rusland in Oekraïne hebben tal van ondernemingen geprofiteerd van de hogere prijzen die door de problemen rond bevoorrading en in de energiemarkt zijn ontstaan. Overheden moeten daarop reageren met veel hogere windfall taxes, belastingen op exorbitante winsten.'

**Rijken meer belasten en vennootschapsbelastingen verhogen klinkt mooi, maar**

**veronderstellen bijna een wereld zonder belastingparadijzen.**

'Een heel goed punt. Het aanpakken van de belastingparadijzen is wat mij betreft een van de belangrijkste aandachtspunten. >

'Het aanpakken van de belastingparadijzen verdient wat mij betreft internationale prioriteit.'

Het verdient internationale prioriteit.'

**Maar dan geldt nog altijd dat de belastingen voor de middenklasse moeten worden verhoogd. Wie durft dat nu aan?**

'Ik denk dat het erom gaat duidelijk te maken dat er iets tegenover staat. Een betrouwbare gezondheidszorg, goed onderwijs, een sociaal vangnet: het zijn onderwerpen die als zeer belangrijk worden ervaren. Dat geldt overigens meer in Europa dan in de VS. En in Europa meer voor de Scandinavische landen en Nederland dan voor het Verenigd Koninkrijk.

Maar ook in Europa is er sprake van een trend in de verkeerde richting. Zweden was lange tijd een voorbeeld van een land waarin een betrouwbare overheid een vanzelfsprekende factor is, maar ook daar worden nu neoliberale experimenten gedaan.

En wat te denken van de Franse president Emmanuel Macron? Die verlaagt aan de ene kant de belastingen voor de rijkste Fransen en krijgt aan de andere kant te maken met protest van een aanzienlijk deel van de mensen met lagere inkomsten, die de CO<sub>2</sub>-heffing zien als een manier om belastingen voor lagere inkomens te verhogen. Ik zeg niet dat de Gele Hesjes gelijk hebben, maar in combinatie met de belastingverlaging voor rijkere geeft het je toch te denken.'

**U noemt voorbeelden in Europa, maar hoe kijkt u aan tegen de situatie in China?**

'China heeft natuurlijk niet te maken gehad met een overdreven invloed van het neoliberale denken. De overheid is er nog altijd dominant in het economische proces. Dat is zeer succesvol gebleken. De afgelopen tientallen jaren zijn honderden miljoenen Chinezen aan de armoede onttrokken. Dat is een prestatie van jewelste.

Maar het is duidelijk geen ideaal model. Het ontbreekt aan politieke en juridische 'checks and balances' waar het gaat om beslissingen van de overheid. Dat is de afgelopen jaren nog eens pijnlijk duidelijk geworden in Hongkong. Het zorgt voor een politieke onrust die in mijn ogen ten koste zal gaan van de economische groei op de middellange en langere termijn. Aanpassingen zijn



dus noodzakelijk, maar het zou naar mijn mening niet moeten resulteren in het doorslaan richting een neoliberale verkettering van de overheid. De kans daarop lijkt overigens gering.'

**Hoe beziet u klimaatverandering en de opkomst van AI, de twee waarschijnlijk belangrijkste economische bedreigingen voor de komende decennia?**

'Klimaatverandering en de stijging van de zeespiegel zullen voor tal van problemen zorgen. Een van de gevolgen is dat Wall Street, ofwel het financiële centrum van New York en de VS, onder water zal komen te staan. Lange tijd dacht ik dat dat een van de voordelen van klimaatverandering zou zijn. Tot ik me realiseerde dat die financiële wereld de rest van de bevolking zou laten betalen voor de verhuizing naar hoger gelegen gebieden. Precies zoals dat is gebeurd met alle ellende die werd veroorzaakt door de kredietcrisis.

Goed, dat is niet helemaal serieus. Ik denk dat er meer moet worden gedaan rond CO<sub>2</sub>-heffingen om veranderingen tot stand te brengen. Ik denk trouwens dat klimaatverandering niet alleen een bedreiging is, maar dat het ook tal van kansen biedt. Investerings in een groenere economie zullen tot tal van technologische doorbraken leiden, waar we nu nog geen weet van hebben. Die mogelijkheden worden onderschat.

Wat betreft AI tasten we nog meer in het duister. De ontwikkelingen zijn de afgelopen jaren razendsnel gegaan. Veel van de banen die als gevolg van AI overtalig zullen raken, kunnen worden ingezet om het milieuprobleem aan te pakken. Dat zou een van de gunstige ontwikkelingen kunnen zijn.

Het blijft lastig te voorspellen wat de ontwikkelingen precies zullen zijn. Wat zeker is, is dat we naar een model toe moeten waarbij de concurrentie tussen AI-ondernemingen wordt gestimuleerd. Alleen als dat gebeurt, zullen de voordelen die worden gecreëerd door een zo groot mogelijk deel van de bevolking worden gedeeld. Want wie zit er nu te wachten op weer een nieuwe generatie IT-miljardairs?' ■

# Langetermijnstrategieën clashen met kortetermijnoplossingsgerichtheid

**De overeenkomst tussen overheidsdossiers zoals energiepolitiek, de Wtp, de Toeslagenaffaire en Europese defensie is dat het onderwerpen betreft die van langdurige aard zijn. De overheid heeft doorgaans echter geen adequate langetermijnstrategieën. Waardoor komt dat en wat te doen?**

Ook voor de overheid geldt dat voor de oplossing van langdurige problemen strategieën ontworpen moeten worden. De belangrijkste voorwaarden hiervoor zijn: kennis, eenduidige probleemdefinitie, toetsing van de uitvoerbaarheid, transparantie, inventarisatie van onbedoelde neveneffecten, stappenplan, passende incentive-structuur, adequate besluitvormingsstructuur, en verantwoording afleggen. Bij de eerder genoemde onderwerpen blijkt dat aan een of meerdere voorwaarden voor het ontwikkelen en implementeren van een adequate strategie niet wordt voldaan. Een paar voorbeelden.

## De energietransitie

In de discussie over de energietransitie worden essentiële feiten weggelaten. Zowel de researchafdeling van de Europese Commissie als de ILO hebben in 2021 een rapport gepubliceerd waarin ze aangeven dat CO<sub>2</sub>-neutraal in 2050 niet haalbaar is. Er zijn simpelweg niet voldoende grondstoffen (koper, lithium, kobalt, zeldzame aardmetalen) om de beoogde elektrificatie van de samenleving binnen de gestelde termijn te realiseren. Voor Europa betekent de energietransitie bovendien dat Europa haar afhankelijkheid van Rusland voor fossiele brandstoffen inruilt voor afhankelijkheid voor de benodigde aardmetalen van China. Op dit moment haalt Nederland meer dan 80% van zijn energie uit fossiele brandstoffen. Ja, we kunnen met minder fossiel toe, maar hoeveel offers willen we daarvoor brengen? Een groot deel van onze welvaart inleveren? Vijf minuten per week douchen? Of toch maar kernenergie?

## De Wtp

Vragen over de Wtp, bijvoorbeeld over invaren, of de wet wel of niet rechtvaardig is, of te complex, et cetera, zijn in allerlei discus-

sies ruim aan de orde gekomen. Wat in die discussies niet benoemd wordt, is het onbedoelde neveneffect dat pensioenbesturen geen of nauwelijks aandacht meer hebben voor beleggingen. Dat wordt in de hand gewerkt doordat er ook geen incentive-structuur en accountability is ten aanzien van de toekomstige beleggingsresultaten. Voor de Wtp geldt dat de besturen ervoor moeten zorgen dat uiterlijk 1 januari 2028 de overgang naar het persoonlijke pensioenpotje kan plaatsvinden. De focus ligt op de vereiste aanpassingen voor IT en administratie. Daar worden ze op afgerekend. Wat is echter voor de individuele deelnemer zo mogelijk nog belangrijker geworden in de Wtp? Inderdaad, de beleggingsresultaten. Voor zover ik heb kunnen nagaan, lopen de contracten van het overgrote deel van de pensioenbestuurders uiterlijk tot 2028.

## De Toeslagenaffaire

Ten aanzien van de afwikkeling van de Toeslagenaffaire constateert de Nationale Ombudsman dat de complexiteit van alle regelingen zodanig is, dat de Belastingdienst het maar niet opgelost krijgt. Er is zelfs nog geen planning voor de oplossing. Hij pleit voor een culturele aanpassing in de zin van een ruimhartige interpretatie van de regels, maar vooral voor niet nóg meer regels. De cultuur bij de Belastingdienst is echter ingesteld op toepassing van regels.

Het voorgaande voorspelt niet veel goeds voor het oplossingsvermogen binnen het huidige democratische bestel in Nederland. Onze besluitvormingsstructuren zijn niet afgestemd op de langetermijnhorizon en de internationale schaal van een aantal problemen. Maatschappelijke druk en social media-hypes brengen de politiek er regelmatig toe om onvoldoende geïnformeerd slecht onderbouwde strategieën te ontwerpen, die in de implementatiefase stuk (gaan) lopen. Een mogelijke oplossing zou zijn om de regeringstermijn te verlengen van vier naar zes jaar, waardoor de politiek meer incentive krijgt om ook strategischer te werk te gaan. Dat we 'iets' moeten doen om meer en goed onderbouwd strategisch beleid te gaan voeren, lijkt me noodzakelijk. Ik vrees dat ons democratisch bestel anders mogelijk al op korte termijn geen toekomst meer heeft. ■



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



# Sterke groei impactbeleggen maakt managen van verwachtingen nóg belangrijker

In 2019 was ABN AMRO een van de eerste banken in Europa met een impactmandaat. Inmiddels bedraagt het belegd vermogen in impactbeleggen ongeveer € 4 miljard. ESG-beleggingen groeiden van € 5 miljard in 2014 naar ruim € 50 miljard in 2024. Recent won de bank de Europese ‘WealthBriefing Award’ voor impactbeleggen. Vincent Triesschijn, Global Head ESG & Sustainable Investing bij ABN AMRO, legt uit welke impact de bank wil maken.

Door Jan Jaap Omvlee Fotografie Kees Rijken

Over de vraag waarom ESG- en impactbeleggen zo belangrijk zijn, hoeft Vincent Triesschijn niet lang na te denken. ‘Sommige klanten van de bank vinden dat als maatschappelijk belang samen kan gaan met een goed rendement, je niet moet nalaten die twee te combineren. Deze klanten kiezen voor impactbeleggen. Andere klanten hebben geen duurzaamheidsdoelen, maar kiezen er vaak wel voor om duurzaamheid mee te wegen in beleggingsbeslissingen. Daarbij kunnen ze kiezen voor bedrijven met duidelijke transitieplannen, ‘Improvers’, óf voor bedrijven die qua ESG koploper zijn, ‘Leaders’. Elke belegger moet deze afweging zelf maken.

Ook als altruïstische doelen geen rol spelen, zijn er goede redenen om voor ESG te kiezen. Dat heeft te maken met financiële risico's. Vaak geef ik het voorbeeld van de eerste elektrische Fiat 500, een ‘compliance auto’. Toen Fiat-Chrysler moest voldoen aan wetgeving rondom gemiddelde CO<sub>2</sub>-uitstootnormen, moest het noodgedwongen elektrische auto's introduceren. Omdat de firma hier onvoldoende op was voorbereid, verloor het \$ 14.000 op elke verkochte elektrische Fiat, ongeveer de helft van de verkoopprijs. Achteraf gezien hadden aandeelhouders te maken met een transitierisico rondom duurzaamheidsregulering.’

## Welke impact willen jullie bereiken en waar leggen jullie de nadruk op?

‘We beginnen altijd met het meenemen van duurzaamheidsrisico's, waaronder transitierisico en fysieke klimaatrisico's. Afhankelijk van de voorkeuren van de klanten selecteren we bedrijven die aantoonbaar activiteiten hebben die positief bijdragen aan het oplossen van maatschappelijke problemen, of beleggingsfondsen die in deze bedrijven beleggen. Daarbij gebruiken we de SDGs van de Verenigde Naties als leidraad. Per belegging bepalen we welke meetbare impact we willen bereiken, bijvoorbeeld reductie van CO<sub>2</sub>-emissies bij energieprojecten of aantallen huizen bij betaalbare woningprojecten.’

## Welke definitie gebruikt u voor impactbeleggen en wanneer heeft een belegging genoeg impact?

‘Wij gebruiken de definitie van de GIIN, het wereldwijde netwerk van impactbeleggers: impactbeleggingen moeten de intentie hebben om een meetbare, positieve impact op de maatschappij te hebben naast een financieel rendement. We bepalen of er meetbare impactdoelen gesteld kunnen worden op basis van een theory of change. We stellen onszelf de vragen: ‘Wat willen we dat ondernemingen veranderen? En wat is de uitkomst van die verandering? Wat zijn neveneffecten?’ Gedurende de investering houden >

## ‘Ook als altruïstische doelen geen rol spelen, zijn er goede redenen om voor ESG te kiezen.’

we nauw contact met ondernemingen en beleggingsfondsen in het

impactmandaat, onder meer om de voortgang te monitoren. Vanzelfsprekend rapporteren we hoe de bedrijven het doen op het gebied van het bijdragen aan deze doelen.’

### Hebben ESG-portefeuilles in het algemeen voldoende impact?

‘Klanten hebben de keuze om voor ‘Improvers’, ‘ESG Leaders’ of ‘Sustainable Impact’ te kiezen. Binnen de sector worden vaak vaktermen gebruikt, met verwijzing naar de recente SFDR, zoals artikel 8 bij de promotie van ESG en artikel 9 bij duurzaam of impactbeleggen. Er is veel verwarring rondom de definities als het gaat om duurzaamheid en beleggen.’

De term ESG wordt gebruikt als het gaat om duurzaamheidsrisico's en het meewegen van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen. Dat is belangrijk voor financieel rendement en risico, maar niet altijd voor het behalen van maatschappelijke impact. Kortweg gaat het bij ESG om de effecten op een onderneming en niet zozeer om de effecten van de onderneming op de maatschappij.

Met veel bedrijven in portefeuille vindt engagement plaats om er zeker van te zijn dat er voldoende voortgang is op het vlak van verduurzaming, vanzelfsprekend binnen de grenzen van ons ESG-beleid. Als we geen vertrouwen hebben in het management van een onderneming dat het die vooruitgang kan realiseren, kunnen we besluiten om een bedrijf te verkopen. Dat kan een positief effect hebben op het financiële risico, maar het betekent niet dat de maatschappij daar beter van wordt. Sterker nog, na verkoop heb je geen inspraak meer, ook niet tijdens de jaarvergadering.

Voor onze ‘ESG Leaders’-portefeuille alloceren we ook naar impactbeleggen. Voor een beperkt deel belegt deze portefeuille in beleggingsfondsen die een netto-positief effect op de maatschappij nastreven. Daar gaat het niet alleen om de effecten op de onderneming, maar ook om de effecten op de maatschappij.’

### Kunt u voorbeelden geven van impactbeleggingen in jullie portefeuilles?

‘Voorbeelden zijn investeringen in hernieuwbare energie, zoals wind- en zonneparken, groene waterstof, producenten

van windmolens en zonnepanelen, bosbouwprojecten, maar bijvoorbeeld ook

biologische supermarkten, producenten van medicijnen voor landen met lagere inkomens, en banken in Indonesië, Ghana en India, die zich richten op kleine ondernemers. Daarnaast beleggen we in leningen van ontwikkelingsbanken, zoals het Nederlandse FMO, en leningen voor studenten in ontwikkelingslanden.’

### Welke uitdagingen ervaart u bij het selecteren van impactbeleggingen?

‘Het blijft helaas moeilijk om impactbeleggingen te vinden zonder concessies te doen op het gebied van risico, rendement of liquiditeit. Zo hebben we laatst een private equity impactfonds geselecteerd dat gezien de beperkte liquiditeit niet opgenomen kan worden in vermogensbeheerportefeuilles. Het doel is om marktrendement te behalen, al staat het realiseren van maatschappelijke impact voorop. Op de korte termijn kunnen impactbeleggingen sterk afwijken van de financiële markten. Het financiële rendement van impactbeleggingen is de afgelopen jaren bijvoorbeeld achtergebleven bij traditionele portefeuilles, die ook in fossiele energie beleggen. Langjarig zie je overigens dat impactbeleggingen meer in lijn met de markt kunnen presteren. Door de complexiteit kunnen teleurstellingen optreden. We beleggen alleen als we voldoende zekerheden hebben, zowel over de financiële als over de mogelijk negatieve maatschappelijke effecten (conform Europese wetgeving).

Mensen die denken dat maatschappelijke problemen gemakkelijk met impactbeleggen of door de vrije markt opgelost kunnen worden, hebben het mis. Het is echt nodig dat overheden interveniëren, onder andere door wet- en regelgeving. Veel projecten lijken duurzaam, maar zijn dat niet als je ook naar materiële nadelige gevolgen kijkt. Overigens zijn de klanten met teleurstellingen in de minderheid. Sommige klanten vinden het te langzaam gaan qua duurzaamheid, andere klanten te snel. De overgrote, vaak stille, meerderheid is tevreden met de beleggingen die ze kiezen op basis van hun voorkeuren en de informatie die ze van de bank en van mijn collega's ontvangen.’

### Metten is weten: hoe wordt impact gemeten?

‘De meeste bedrijven, projecten en beleggingsfondsen rapporteren minimaal jaarlijks over de maatschappelijke impact die zij hebben. Er blijven echter uitdagingen. Veel



CV

## Vincent Triesschijn

Vincent Triesschijn is sinds 2021 Global Head ESG & Sustainable Investing bij ABN AMRO en was eerder werkzaam bij UBS, J.P. Morgan en Van Lanschot Kempen. Hij houdt zich met zijn internationale team bezig met het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen, met engagement, met duurzame investeringen voor klanten en met de implementatie van gerelateerde wet- en regelgeving. Triesschijn is daarnaast adviseur voor duurzame startups.

‘impactindicatoren’ zijn zeer specifiek. Dat maakt het lastig om impact te aggregeren en op portefeuilleniveau te rapporteren. Ook is het lastig om te bepalen of de impact er anders niet was geweest, de zogenaamde additionaliteit. Soms is het niet mogelijk om iets te meten, maar kan je wel kwalitatief beoordelen of er positieve effecten zijn. Gelukkig lukt het steeds beter om impact te kwantificeren. Zo hebben we in 2022 met onze impactportefeuilles 140.000 kleine ondernemers gefinancierd, waarvan 50% vrouwen, en 660 studentenleningen verstrekt, waarvan 80% aan studenten in opkomende landen.’

### Is 100% positieve impact mogelijk? Hoe gaat u om met eventuele trade-offs?

‘We kijken altijd naar de ‘netto-impact’ van een investering. Elke belegging heeft namelijk negatieve maatschappelijke effecten en daarom is het van belang dat we bepalen hoe materieel die zijn. Als er geen sprake is van significante negatieve effecten, er sprake is van een goede governance, en er netto-positieve maatschappelijke impact is, dan hebben we een goede case. Helaas is 100% positieve impact onmogelijk. Zelfs windmolens en zonnepanelen hebben negatieve effecten. Denk maar eens aan de basismaterialen die nodig zijn voor de productie. Uiteindelijk draait het om de netto-impact.’

### Waar ziet u de markt voor impactinvesteringen naartoe bewegen in de komende jaren?

‘Impactbeleggen is nog een kleine categorie, maar groeit sterk. Er is duidelijk vraag naar, bijvoorbeeld bij onze jongere klanten. Die zijn de toekomst en zullen ook de meeste gevolgen ondervinden van biodiversiteitsverlies en klimaatverandering. Omdat we klanten hebben die vermogen erven, is het ook commercieel belangrijk. Het is daarnaast een onderscheidende factor. Vrijwel al onze concurrenten bieden ESG aan, maar bij weinig is een dedicated impactmandaat mogelijk. Ook hebben we concurrenten die actief zijn in de private markten, zoals private equity en infrastructuur, maar zelden bieden ze pure play impactinvesteringen. We hebben dit strategisch tot prioriteit gemaakt, we informeren onze klanten

nadrukkelijk over de specifieke kenmerken, en we willen impactbeleggen voor een grotere groep beschikbaar maken. Dat is onder andere de reden dat we prijzen winnen voor onze impactbeleggingen.’

### Veel aandacht gaat uit naar de E van ESG, minder naar de S en weinig naar de G. Hoe ligt dat bij jullie?

‘Je kan de E, de S en de G niet los zien van elkaar. Elke analyse vliegen wij daarom holistisch aan. De energietransitie zou bijvoorbeeld veel sneller kunnen gaan als we geen rekening houden met sociale aspecten. Wij vinden het echter belangrijk dat iedereen mee kan (blijven) doen en dat we een inclusieve benadering hebben. In het geval van de energietransitie zijn wij ervan overtuigd dat een just transition noodzakelijk is: een eerlijke transitie met oog voor mensen. Mensenrechten spelen daarbij een belangrijke rol. Als een van de eerste financiële instellingen rapporteert ABN AMRO volgens de mensenrechtenprincipes van de Verenigde Naties die zijn opgesteld voor bedrijven, de UN Guiding Principles on Business and Human Rights. Vandaar dat wij ook geregeld conferenties organiseren over onderwerpen zoals just transition. Uiteindelijk gaat beleggen altijd over mensen.’

### Hoe gaan jullie ervoor zorgen dat mensen de juiste verwachtingen hebben bij impactbeleggen?

‘Het is niet altijd makkelijk om de perceptie van klanten in te schatten, maar toch moeten we dit doen. Daarom trainen we al onze front office-medewerkers op het gebied van ESG- en impactbeleggen en oefenen we hoe zij de duurzaamheidsvoorkeuren van klanten goed kunnen uitvragen. In het afgelopen jaar hebben we ongeveer 1.400 collega's in Nederland, Frankrijk, Duitsland en België opgeleid, samen met de Universiteit van Amsterdam. Een paar jaar geleden hebben we een vergelijkbaar programma gedaan met Oxford University, waarbij we ook uitvoerig onderzoek deden naar de reacties van klanten rondom duurzaam beleggen. De conclusie was, en is: het is altijd belangrijk dat wij onze stakeholders goed informeren en verwachtingen managen waar nodig. We hebben dus een blijvende opdracht.’ ■

# Je doet het niet alleen

Hij bouwt aan de ‘portefeuille van morgen’ van het ‘pensioenfonds van de toekomstmakers’. Financial Investigator sprak met Eric Uijen, Voorzitter Uitvoerend Bestuur bij pensioenfonds PME.

Door Lies van Rijssen

Bijna veertig jaar geleden kreeg ik mijn eerste baan in de financiële wereld. Dat was zuiver toeval. Toen ik afstudeerde aan de Erasmus Universiteit was de arbeidsmarkt voor juristen ronduit slecht. Ik kende iemand bij een pensioenfonds, het toenmalige Metaalnijverheid, tegenwoordig PMT. Ik werd daar directiesecretaris en was de eerste academicus die ze aannamen, de directieleden niet meegerekend. Het beleggingsbeleid van het fonds werkte nog heel eenvoudig. Ze hadden ongeveer 20% in aandelen belegd en daarnaast staatsleningen gekocht. De directeur zelf verzorgde de beleggingen. In de ochtend kreeg hij een lijstje aangeboden met de obligaties die afliepen. Rond de middag liet hij zijn secretaresse wat telexberichten versturen. Tegen half drie maakte hij zijn keuzes. Daarna dronk hij een kopje koffie en ging hij weer naar huis. Zo ging dat toen. Of ik terugverlang naar die tijd? Nee, helemaal niet. Al was het wel erg gezellig op kantoor.

In mijn ogen zijn financiële instellingen maatschappelijke instellingen en pensioenfondsen nog het meest. Onze verantwoordelijkheid gaat veel verder dan het beleggen van pensioengelden: we staan niet alleen voor onze deelnemers – of cliënten – opgesteld, maar vervullen ook een rol in de samenleving waarbinnen we opereren. Dat brengt grote verantwoordelijkheden met zich mee. Het is een voorrecht om leiding te mogen geven aan een pensioenfonds waar die maatschappelijke functie de afgelopen jaren steeds beter uit de verf komt. Onze governance is sterk verbeterd, maar ook op het gebied van duurzaam beleggen en ESG-beleid hebben we als pensioenfonds onze verantwoordelijkheid genomen. Met het vermogen kunnen we voor onze deelnemers én voor onze samenleving veel bereiken. We kijken

daarvoor naar rendement, risico, kosten en duurzaamheid. Bij iedere belegging kijken we ook naar het maatschappelijke en sectorale belang.

We moeten ons er als pensioenfonds, veel meer dan vroeger, rekenschap van geven dat we met het vermogen niet alleen negatieve impact vermijden, maar juist positieve impact maken.

Ook het besef van verantwoordelijkheid voor onze deelnemers is enorm toegenomen. Ons fonds heeft al sinds jaar en dag consultants in dienst om deelnemers bij te staan bij hun pensioenkeuzes. Dat moet worden doorontwikkeld tot geavanceerde keuzebegeleiding. We staan nog maar aan het begin van wat we te doen hebben op dit terrein. Deelnemers gaan zo dadelijk, als we over zijn naar het nieuwe stelsel, zien hoeveel geld er in hun persoonlijke pensioenpotjes zit. Vraagt iemand om waardeoverdracht, dan moeten we zorgen dat we glashelder overbrengen wat zo'n beslissing inhoudt. Voor deze en heel veel andere kwesties moeten we systemen gaan bedenken en inrichten. Alle stappen moeten duidelijk zijn. Het gaat om ingewikkelde processen en afwegingen waar geen makkelijke vertaling voor bestaat.

Veertig jaar geleden kon ik het aantal wetten voor pensioenfondsen nog op de vingers van een hand tellen. Dat is radicaal veranderd. Regels voor financiële instellingen komen nu uit allerlei bronnen: Nederland, Europa, de toezichthouder, het bestuursrecht, het

vennootschapsrecht. We moeten aan de regels voldoen, maar kunnen ze nooit allemaal zelf kennen. We moeten het werk daarom zo organiseren dat we goed zicht hebben op wat we met elkaar allemaal moeten doen om het fonds

**‘Onze verantwoordelijkheid gaat veel verder dan het beleggen van pensioengelden.’**



## CV

## Eric Uijen



Eric Uijen is jurist en sinds medio 2015 Voorzitter van het Uitvoerend Bestuur van pensioenfonds PME. Sinds zijn entree in de pensioenwereld in 1985 als Directiesecretaris bij pensioenfonds PMT (Metaal en Techniek), heeft hij diverse, meest financiële, functies uitgeoefend: Directeur bij Cordares, SPO, Deloitte, Pensioenfonds Horeca & Catering, Pensioenfonds Stork en Pensioenfonds Notariaat. Verder was hij Directeur bij MN, Voorzitter bij SBZ Pensioen, Lid van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Schilders en Voorzitter van de beleggingsadviescommissie van Monuta.

te laten draaien en in overeenstemming te laten handelen met bestaande wet- en regelgeving. De uitvoering en controle moeten kloppen en de evenwichtigheid van besluiten moet gegarandeerd zijn. Waar veel geld is, moet je zorgen dat de kans dat het daarmee misgaat zo gering mogelijk is.

Toen ik in 2015 bij PME kwam, deed het fonds al wel wat aan duurzaam beleggen, maar inmiddels heeft het een hoge vlucht genomen. Waar willen we wel en waar niet in beleggen? Wat sluiten we uit? In 2018 hebben wij kolen en teerzand uitgesloten. In 2021 zijn we uit olie en gas gestapt en hebben we het vrijgekomen vermogen herbelegd in hernieuwbare energie. Als volgende stap zijn we gaan nadenken over hoe we het 'steeds meer uitsluiten' konden ombuigen naar het 'andersom gaan opbouwen': waar moeten aandelen en obligaties aan voldoen om bij ons in de portefeuille te kunnen komen? Zo zijn we de wat we noemen 'portefeuille van morgen' gaan opbouwen en hebben die inmiddels voor een groot deel gevormd. Sinds 2019 hebben we ook een klimaatplan, waarbij we voor alle assets, inclusief vastgoed, ambitieuze doelen hebben gesteld voor CO<sub>2</sub>-reductie. Onlangs hebben we het plan uitgebreid voor drie beleggingscategorieën, waaronder bosbouw, staatsobligaties en hypotheek. Onze ambitie groeit. We doen er steeds weer een schepje bovenop. Tot nu toe halen we onze doelen zonder dat ons rendement eronder lijdt.

Ons jaarverslag begint wel de proportie van een telefoonboek aan te nemen, omdat we hierover natuurlijk verantwoording afleggen. Wat we op dit gebied voor elkaar krijgen, intrigeert me. Onze deelnemers zijn in veel gevallen werknemers van toekomstgerichte ondernemingen die zich richten op innovaties die mede samenhangen met de energietransitie. Wij noemen ons pensioenfonds daarom graag het 'pensioenfonds van de toekomstmakers'.

Toen ik in het bestuur kwam bij PME, zat er één vrouw in dat bestuur. Inmiddels is de helft van onze bestuurders vrouw. We hebben twee keer bestuurstrainees, mannen en vrouwen van onder de veertig, met de bestuurscyclus laten meelopen. Doel was dat ze konden instromen in een bestuurlijke of toezichthoudende functie bij een ander pensioenfonds. Helaas niet bij ons, omdat alle posities al bezet waren. We hebben dat doel in belangrijke mate bereikt. Volgend jaar willen we een derde ronde met trainees.

Dat brengt mij op het feit dat we de behoeften van al onze deelnemers moeten kennen: jong en oud, inactieve en actieve deelnemers en gepensioneerd. We laten niet alleen zeer regelmatig kwalitatieve en kwantitatieve deelnemersonderzoeken uitvoeren over onze dienstverlening en onze beleggingen, maar we zijn ook contact gaan zoeken met de Young-groepen binnen de ondernemingen waarvoor wij de pensioenregeling uitvoeren: Young ASML, Young Siemens, enzovoort. Zo proberen we als bestuur zicht te krijgen op de wensen van jongeren, hun leefwereld, en de manier waarop zij geïnformeerd willen worden. Ook bespreken we met hen bijvoorbeeld ons beleid om te investeren in startups in high tech en deep tech in onze eigen sector en we leggen uit hoe de pensioenregeling in elkaar zit. We vinden het belangrijk dat we het geluid van deze jongeren de bestuurskamer binnenhalen, want het pensioenfonds is van, voor, en door onze sector. We hopen deze contacten structureel te gaan onderhouden en geleidelijk aan te bereiken dat we meer vanuit een community-achtige setting kunnen gaan opereren. Diversiteit en inclusie is zeker een belangrijk onderdeel van de kwaliteit van de besluitvorming én omdat je er als fondsbestuurder voor iedereen moet zijn. Weet je, pensioen is voor jongeren meestal niet interessant, tótdat je er met ze over begint. Binnenkort kunnen ze zien hoeveel geld ze op relatief jonge leeftijd al gespaard hebben. Ik ben benieuwd naar hun reacties daarop.

## ‘We hebben enorme kostenvoordelen behaald door van uitvoerder te wisselen en hebben daardoor een kwaliteitsslag kunnen maken.’

Het leiden van een pensioenfonds is complex geworden. Dat kun je niet met een handjevol mensen doen. Je hebt daarbij veel verschillende disciplines nodig. Met elkaar zorg je dat het goed loopt. Bij het beheren van de grote geldhoeveelheid moeten we voortdurend zorgvuldig onze afwegingen maken. We volgen permanent hoe het gaat en hoe het beter kan. Alles wat we besluiten, moeten we kunnen onderbouwen en motiveren.

Als je veertig jaar gewerkt hebt, is het lastig om één moment als het belangrijkste moment uit je loopbaan aan te wijzen. Op mijn drieëndertigste werd ik directeur van het Sociaal Fonds Bouwnijverheid, tegenwoordig Cordares. Ik ging leidinggeven aan verschillende disciplines, waaronder sales & marketing. Executief verantwoordelijk worden was voor mij een belangrijk leermoment. Enkele jaren later heb ik Pensioenfonds Horeca & Catering tot een eigen organisatie en efficiënt zelfadministrerend fonds mogen omvormen. Alles wat niet naar kosten ging, ging naar pensioen. Toen ik de organisatie verliet, waren de uitvoeringskosten de laagste van de pensioensector. Ja, daar was ik trots op. Nog steeds werkt die organisatie optimaal efficiënt.

Pensioenfonds Stork regelde het pensioen van werknemers van een bedrijf dat helemaal uit elkaar gevallen was. Het fonds voortzetten was niet houdbaar. Ik heb het toen ondergebracht bij verschillende partijen, maar voor het grootste deel bij PME, niet wetend dat ik daar veel later zou gaan werken.

De totstandbrenging van de fusie van de twee pensioenfonds van het notariaat was ook een belangrijk moment. Het was ingewikkeld omdat de betrokkenen van het fonds van de notarissen en kandidaat-notarissen en dat van de medewerkers in meer dan één opzicht ver uit elkaar lagen. Uiteindelijk heb ik beide kanten ervan kunnen overtuigen dat samenvoegen efficiënter was dan gescheiden doorgaan en dat een fusie de continuïteit beter zou borgen. Mijn voorzitterschap van het uitvoerend bestuur van PME nu is minstens zo

uitdagend. We hebben voor PME enorme kostenvoordelen behaald door van uitvoerder te wisselen en hebben daardoor een kwaliteitsslag kunnen maken.

Het is wel duidelijk, denk ik: de maatschappelijke kant van pensioen is een belangrijke drijfveer voor mij. Ik vind het inspirerend dat ik deze functie mag vervullen. Ik ben daar dankbaar voor. Pensioen doet ertoe. Het is een eer dat wij het ons toevertrouwd geld mogen inzetten om het beste voor onze deelnemers te bereiken. We luisteren goed naar hen en varen een vrij strakke koers op duurzaamheid, maar we beleggen ook in defensie, omdat dat past bij een deel van onze achterban. Pensioenfonds kunnen behalve voor hun deelnemers ook voor de Nederlandse samenleving goede dingen bereiken. Wanneer de vijf grote pensioenfonds de handen ineenslaan en politiek Den Haag hun visie op de toekomst voorleggen, is dat in mijn ogen een goede zaak.

Mensen inspireren me om te doen wat ik doe. Ook buiten mijn werk. Maar dan gaat het om mijn dierbaren: vrienden, mijn partner en onze kinderen. Én niet te vergeten mijn kleinzoon van één. Met hen heb ik kortgeleden mijn vijftenzestigste verjaardag mogen vieren. ■

PME  
 uitvoerders  
 bestuurders  
 Erasmus Universiteit  
 pensioenfonds PMT  
 pensioenfonds van de toekomstmakers  
 verantwoordelijkheden  
 portefeuille van morgen  
 diversiteit & inclusie  
 deelnemers  
 directeur

# Concentreren of herbalanceren?

**Terwijl aandelenindices nieuwe recordhoogtes bereiken, neemt slechts een beperkt aantal aandelen het grootste deel van de rendementen voor hun rekening. Staat het herbalanceren naar een gelijkgewogen portefeuille of index daarmee gelijk aan het gooien van goed geld naar kwaad geld?**

In 2023 werd de Amerikaanse aandelenmarkt gedomineerd door de Magnificent Seven en medio mei dit jaar vertegenwoordigde de top 10 aandelen van de S&P 500, gemeten naar beurswaarde, ongeveer 33,4% van de totale S&P 500. In het verleden werd een periode met een sterke stijging van de concentratie op de aandelenmarkt altijd gevolgd door een reversal, een periode waarin de gelijkgewogen S&P 500-index beter presteerde dan de naar marktkapitalisatie gewogen index. In 2024 doet deze ommekeer zich nog niet voor, want de gelijkgewogen S&P 500-index bleef nog steeds fors achter.

De huidige marktconcentratie wordt gerechtvaardigd door fundamentele factoren: de dominante bedrijven van vandaag zijn veel winstgevender dan die tijdens de technologiezeepbel. De nettowinstmarge van de tien grootste bedrijven van de S&P 500 bedraagt nu 28%, tegenover 11% in 2000.

Een omslag in deze consistent betere bedrijfsresultaten is met de lancering van nieuwe AI-softwareproducten nog niet in zicht. De grote kapitaalinvesteringen die nodig zijn om de AI-infrastructuur uit te bouwen, laten de grote bedrijven winnen vanwege de enorme schaalvoordelen en hun mondiale exposure. Tenzij kleinere spelers het gat in de markt vinden en een bijzonder innovatieve toepassing op de markt brengen die disruptief uitwerkt op het verdienmodel van de grootmachten.

De sterke bedrijfsresultaten en beleggingsprestaties van de bedrijven met de hoogste marktwaarde versterken de verschuiving van beleggingen van actieve fondsen naar passieve fondsen. Het lijkt steeds moeilijker te worden om outperformance te realiseren. Welke fondsmanager durft nog een hogere weging aan te brengen dan de huidige weging van de grootmachten in de index? Microsoft, Apple en NVIDIA hebben ieder al een gewicht van meer dan 5% in de S&P 500. Fondsmanagers lopen tegen de diversificatieregels van toezichthouders zoals de SEC aan, of tegen de aandelen- of sectorlimieten van hun eigen risicomangers. De verschuiving van actief naar passief versterkt zo de concentratietrends. Maar is dat wel zo problematisch?

Diverse onderzoeken van professor Hendrik Bessembinder<sup>1</sup> tonen aan dat de overgrote meerderheid van de door hem onderzochte 28.114 individuele Amerikaanse aandelenrendementen over de periode 1926 tot 2022 op langere termijn achterbleef bij het gemiddelde rendement. De mate waarin de totale vermogensgroei te danken is aan een relatief gering aantal aandelen, de concentratie, is de afgelopen jaren alleen maar toegenomen. Het aantal goed presterende bedrijven, dat samen goed was voor de helft van de sinds 1926 totaal ontwikkelde vermogensgroei, daalde van 90 in 2016 tot 72 in 2022. De samengestelde langetermijnresultaten van individuele aandelenbeleggingen zijn statistisch dus zeker niet normaal verdeeld. Het is een forse uitdaging voor actieve fondsmanagers om aandelen van bedrijven te selecteren die tot deze uitblinkers behoren. De uitkomsten van de onderzoeken van Bessembinder lijken te impliceren dat het herbalanceren van de beleggingsresultaten van de uitschieters naar een gelijkgewogen portefeuille of index gooien van goed geld naar kwaad geld is. De boodschap die ik uit Bessembinder's onderzoeken haal is: 'Let your profits run!' ■



Door

**Wim Zwanenburg,**  
Beleggingsstrateeg van  
Stroeve Lemberger,  
geschreven op  
persoonlijke titel.

<sup>1</sup> Prof. Hendrik Bessembinder, Shareholder Wealth Enhancement, 1926 to 2022, SSRN-id4448099

# Laat je niet gijzelen door de benchmark

**Veel professionele beleggers verliezen de gouden regel van Warren Buffett – verlies geen kapitaal – uit het oog door hun focus op het verslaan van benchmarks. Dit ‘benchmarkisme’ geeft verkeerde prikkels en houdt veel institutionele beleggers gegijzeld.**

## De opmars van de benchmark

De opkomst van benchmarks in de beleggingswereld begon eind negentiende eeuw met de introductie van de Dow Jones-index door Charles Dow in 1896. Historisch gezien waren beleggers vooral geïnteresseerd in dividend, zoals ook bleek bij het Robeco-fonds dat in 1929 werd opgericht, waar benchmarks de eerste zestig jaar nauwelijks een rol speelden. Met de popularisering van efficiënte markten in de jaren 60 werden benchmarks steeds invloedrijker. Vandaag de dag lijkt de gouden regel te zijn: ‘Blijf niet achter bij de benchmark.’ Keynes’ uitspraak, ‘Het is beter om conventioneel te falen dan onconventioneel te slagen’, vat de huidige tijdsgeest treffend samen.

Hier komt het kernprobleem van het zogenoemde benchmarkisme naar voren. Als professionele beleggers primair worden beoordeeld op hoe goed ze het doen ten opzichte van een index, verandert hun focus. In plaats van zich te richten op het minimaliseren van verliezen, zijn ze nu gericht op afwijkingen van de benchmark en de persoonlijke risico's die dat met zich meebrengt. Benchmarkisme is een menselijk fenomeen: we willen ons continu vergelijken met anderen, wat vaak een bron van ongeluk is. En niets menselijks is professionele beleggers vreemd.

## Benchmark-focus vergroot risico's

Neem het theoretische geval waarin een belegger kan kiezen tussen een aandeel met een vast rendement van 8% of een indexfonds dat fluctueert maar gemiddeld ook 8% rendeert. De meeste beleggers zouden zonder enige twijfel het stabiele aandeel

kiezen. Voor een fondsbeheerder gericht op het verslaan van de benchmark is dit aandeel echter niet aantrekkelijk, omdat het niet bijdraagt aan outperformance en veel relatief risico geeft. Bij obligaties zien we dit ook terug, waarbij landen of bedrijven met grote schulden automatisch een groter gewicht krijgen binnen obligatieindices. Dit is in strijd met het gezonde verstand, aangezien de grootste schuldenaar automatisch de grootste allocatie krijgt.

## De mislukte poging van Fisher Black

De geschiedenis van het beleggen toont aan dat strategieën die focussen op lagere risico's vaak niet de aandacht krijgen die ze verdienen. Fisher Black, een van de grondleggers van het Capital Asset Pricing Model (CAPM), probeerde begin jaren 70 een fonds op te zetten bij Wells Fargo dat zich richtte op aandelen met een laag risico. Deze strategie kwam destijds niet van de grond vanwege de praktische uitdagingen om met geleend geld het verwachte rendement te verhogen. Pas vele decennia later werden defensieve aandelenstrategieën populair, na het uiteenspannen van de internetbubbel in 2000 en de financiële crisis van 2008. De mislukte poging van Fisher Black, maar ook de recente uitstroom uit defensieve fondsen, illustreert de focus op relatief rendement in plaats van absoluut rendement.

## Laat je niet gijzelen

De benchmark is bedoeld als een neutrale tool, maar de focus op benchmarks heeft geleid tot een situatie waarin beleggers geneigd zijn te veel risico te nemen. Dit resulteert in een structurele overwaardering van risicovolle beleggingen en een onderwaardering van veiligere beleggingen. Beleggers zouden altijd moeten streven naar duurzame vermogensgroei op de lange termijn en het verminderen van potentiële verliezen. Aandelen die ondervertegenwoordigd zijn in benchmarks, zoals small caps en defensieve aandelen, zijn daarom aantrekkelijk gewaardeerd, vooral in de huidige markt. ■



Door **Pim van Vliet**,  
Head Conservative  
Equities and Chief  
Quant Strategist,  
Robeco.

Actual  
investors  
are focused.  
Not frantic.

Search for Actual Investors

**Baillie Gifford**<sup>™</sup>  
Actual Investors

# Het onderscheid tussen passief en actief vervaagt

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Het onderscheid tussen actief en passief beleggen lijkt vager te worden, zeker naarmate er meer data beschikbaar komt en we geavanceerder worden in het volgen van beleggingsontwikkelingen. Misschien is er eigenlijk geen duidelijke grens tussen actief en passief, maar is er sprake van een continuüm.

### Zijn de prestaties van actieve managers cyclisch en afhankelijk van bepaalde marktomstandigheden, of is dat achterhaald? Kun je actief versus passief timen?

**Mark Voermans:** 'Actief beheer is moeilijker naarmate de markt geconcentreerder is, zoals in het meest recente decennium. Als er veel diversificatiemogelijkheden zijn, is het voor actieve beheerders makkelijker om geld te verdienen. Timing van actief versus passief is behoorlijk moeilijk en hangt van nog veel meer factoren af.'

**Kenneth Lamont:** 'De prestaties zijn cyclisch als je kijkt naar de kortetermijn-beleggingshorizon, maar veel en veel minder als je kijkt naar de horizon op de lange termijn. De kans om een actieve manager te selecteren die overeind blijft en het langer dan een jaar beter zou doen dan de markt, was op sommige momenten meer dan 50%, maar de cycliciteit en het succespercentage van actieve managers nemen beide af naarmate we de beleggingsperiode verlengen. Ik zou willen stellen dat dit betekent dat de meeste markten over langere beleggingsperioden als zeer efficiënt kunnen worden beschouwd.'

**Anna de Jong:** 'Allereerst is het belangrijk om een actieve dan wel passieve aanpak te definiëren, zeker wanneer men meeneemt dat een benchmarksamenstelling op jaarbasis behoorlijk kan veranderen. Actief beheer is volgens mij proberen de benchmark te verslaan en de kosten terug te krijgen. Dat laatste is belangrijk, want het repliceren van een index kan kostbaar zijn.'

**Guillaume Rabault:** 'De definitie van wat passief en niet passief is, is belangrijk voor het beantwoorden van de vraag. Ik kan een index ontwerpen die actief is ten opzichte van de passieve cap-weighted benchmark. Je zou deze index passief kunnen noemen, maar je kunt ook zeggen dat het een actieve is, omdat het een weddenschap tegen de markt zelf – wat de cap-weighted index is – inhoudt.'

**David Furey:** 'Vastrentende markten zijn naar mijn mening minder efficiënt dan aandelenmarkten vanwege de gefragmenteerde, over-the-counter manier waarop er wordt gehandeld, hoewel elektronische handel dit nu significant verbetert. Desalniettemin vereisen vastrentende markten, gezien een aantal van hun structurele uitdagingen, pragmatisch indexbeheer. Indices zijn theoretisch geconstrueerd, ze zijn niet perfect en er zijn manieren en technieken die geavanceerde indexmanagers kunnen toepassen, zelfs binnen een zeer strikt risicokader, om beter te presteren dan de benchmark, of het nu gaat om de primaire markt, index events enzovoort. Dus vanuit mijn perspectief is passief niet gericht op replicatie, maar op het zo efficiënt mogelijk leveren van benchmarkprestaties.'

**Frederik Kooij:** 'Het gaat niet zozeer om het timen van de markt, maar om de tijd in de markt. Het grootste probleem met het timen van de markt is dat de grootste procentuele koersstijgingen volgen op grote dalingen. Dan moet je dus wel alweer in de markt zitten. En dat lukt niet veel partijen over een langere periode.'

**Volker Flögel:** 'De mate van marktconcentratie heeft zeker invloed op het succes van actief beheer. Als je bijvoorbeeld overtuigd bent van een interessant midcap-aandeel, zou je een onderwogen positie moeten innemen in mega caps om kapitaal over te houden voor dergelijke midcap-beleggingen. Uiteraard kan de sterke performance van deze geconcentreerde benchmarks de performance van actieve managers schaden. Dit effect zal doorgaan zolang de concentratie toeneemt. Aan de andere kant, zodra de piek voorbij is, zijn actieve managers doorgaans succesvoller, zoals in het begin van 2000 na de TMT-bubble.'

### Voorzitter:

**Rob Brand,**  
Blue Sky Group

### Deelnemers:

**Volker Flögel,**  
Quoniam Asset Management  
**David Furey,**  
State Street Global Advisors  
**Anna de Jong,**  
PGIM Fixed Income  
**Frederik Kooij,**  
Index People  
**Kenneth Lamont,**  
Morningstar  
**Guillaume Rabault,**  
HSBC Asset Management  
**Jill Rootsart,**  
J.P. Morgan Asset  
Management  
**Lorraine Sereyjol-Garros,**  
BNP Paribas Asset  
Management  
**Mark Voermans,**  
Achmea Investment  
Management



### VOORZITTER

Rob Brand

Rob Brand is Hoofd Fiduciair Management bij Blue Sky Group. Hij werkt daar al sinds 2011 en was eerder verantwoordelijk voor alle activiteiten ten aanzien van portefeuillemanagement. Daarvoor werkte hij tien jaar bij ABN AMRO en bekleedde hij daar verschillende functies, waaronder die van Risk Manager en Beleggingsstrateg en uiteindelijk van Hoofd Discretionary Portfolio Management Equities. Brand heeft een Master Financial Business Economics van de Vrije Universiteit Amsterdam.



**Volker Flögel**

Dr. Volker Flögel is CIO en Managing Partner bij Quoniam, waar hij in 2006 in dienst trad. Hij is verantwoordelijk voor de beleggingsafdelingen en geeft leiding aan de afdeling Equities & Multi-Asset Portfolio Management en het Comité Duurzaam Beleggen. Eerder werkte hij als Consultant bij alpha portfolio adviseurs GmbH. Flögel, CFA, heeft een PhD Business Administration aan de European Business School.



**David Furey**

David Furey is Global Head of Portfolio Strategists, Fixed Income, Cash and Currency, bij State Street Global Advisors. Zijn team is verantwoordelijk voor vastrentende beleggingscapaciteiten en ondersteunt institutionele beleggers op verschillende manieren. Furey heeft meer dan 30 jaar ervaring in de sector, waarvan 20 jaar als portefeuillebeheerder van actieve fixed income-fondsen in Londen, Bermuda en Dublin.



**Anna de Jong**

Anna de Jong is Principal en Hoofd Client Advisory Benelux en Nordics bij PGIM Fixed Income in Amsterdam, waar ze sinds 2019 werkzaam is. Daarvoor was ze Hoofd Benelux Sales en Solutions bij Lombard Odier Investment Managers. Eerder werkte zij onder meer bij Nomura, Morgan Stanley en Merrill Lynch. De Jong behaalde een Master in Finance and Risk Management aan de Rijksuniversiteit Groningen.



**Frederik Kooij**

Frederik Kooij is Senior Vermogensbeheerder bij Index People. Hij maakt binnen Index People deel uit van het institutionele team en is verantwoordelijk voor beleggende non-profitorganisaties, zoals vermogensfondsen, kerkelijke instellingen en goededoeleninstellingen. Kooij is afgestudeerd bedrijfseconoom aan de Rijksuniversiteit in Groningen.



**Kenneth Lamont**

Kenneth Lamont is Senior Research Analyst, Passive Strategies bij Morningstar UK. Daar kwam hij in 2013 terecht, na een uitgebreide carrière in het onderzoek van passieve fondsen. Eerder was hij Research Analyst bij Mergermarket en Associate bij Markt. Lamont heeft een MSc Investment, Banking and Finance van de Universiteit van Glasgow en een Executive MBA van de Judge Business School van de Universiteit van Cambridge.



**Guillaume Rabault**

Guillaume Rabault is Global CIO Quantitative Strategies, ETF & Indexing bij HSBC Asset Management in Parijs. Daarvoor was hij CIO bij HSBC Global Asset Management (France) en Global Head Investment Process Research bij hetzelfde bedrijf. Voordat hij in 2000 bij de HSBC Group begon, werkte Rabault negen jaar bij het Franse ministerie van Financiën als Econoom en Onderzoeker.



**Jill Rootsart**

Jill Rootsart is Head of ETF Distribution Benelux bij J.P. Morgan Asset Management. Sinds haar aantreden in 2019 is ze samen met het Benelux-team verantwoordelijk voor het uitbouwen van institutionele en wholesale ETF-relaties. Daarvoor werkte ze bij BlackRock met iShares EMEA ETFs aan indexbeleggingsoplossingen voor klanten. Ze begon haar carrière als Valutahandelaar bij Fortis Bank en heeft ervaring als portefeuillemanager en fondsselector.



**Lorraine Sereyjol-Garros**

Lorraine Sereyjol-Garros is sinds november 2017 Global Head ETF & Index Business Development Sales van BNP Paribas Asset Management, waar ze het jaar ervoor in dienst trad als hoofd van de Franstalige ETF & Index Solutions Sales. Van 2010 tot 2016 was ze Director bij Barclays CIB en tussen 1993 en 2010 actief in verschillende salesrollen in Parijs en Zwitserland.



**Mark Voermans**

Mark Voermans is sinds 2018 Senior Portfolio Manager in het aandelenteam van Achmea Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor onderzoek, portefeuillebeheer en productontwikkeling van kwantitatief beheerde aandelenportefeuilles. De achttien jaar daarvoor vervulde hij vergelijkbare rollen bij ABN AMRO Asset Management, Saemor Capital, PGGM, APG en Robeco. Voermans is afgestudeerd econometrist en is Register Beleggingsanalist.

**‘De compressie van fees maakt actief beleggen zeker effectiever.’**



### Is de algehele druk op de fees een kans om een volledige passieve benadering te herzien?

**De Jong:** ‘De vraag is altijd: wat moet bereikt worden qua gezette doelen? Bijvoorbeeld daar waar je waarde kunt toevoegen door actief te zijn of te worden. Dan is het evalueren van je pool een goede zaak als het gaat om kostengevoeligheid.’

**Flögel:** ‘De compressie van fees maakt actief beleggen zeker effectiever. Je krijgt fees die niet veraf liggen van passieve vergoedingen. Een van de meest prominente argumenten voor passief wordt hierdoor al grotendeels irrelevant. In een actieve enhanced indexstrategie combineer je bijvoorbeeld het beste van twee werelden: zeer lage kosten met een efficiënte beta-exposure en stabiele toegevoegde waarde door actief beheer.’

**Furey:** ‘De druk op de fees is nogal intens geweest. Dat raakt alle managers, of ze nu actief beleggen of indexeren. Wat belangrijk is voor de meeste klanten, is of zij waarde voor hun geld krijgen. Als je een actieve manager kunt vinden die consistent alpha kan leveren door de cyclus heen, is dat een goede zaak, die het waard is om voor te betalen. Ook aan de indexeringskant hebben we te maken met zware druk op de fees. Fees hebben niet alleen betrekking op de performance. Wij helpen de belegger ook bij het ontwerpen van zijn benchmark, die steeds meer op maat wordt gemaakt, en zijn overgestapt van indexering naar wat we nu beschouwen als exposure-management. We kunnen klanten helpen begrijpen welke afwegingen ze willen maken met betrekking tot de maatwerk-exposure die ze willen hebben.’

**Jill Rootsart:** ‘Een deel van het succes van actieve ETFs in Europa is de sweet spot die hun kostenplaatje biedt in combinatie met fundamentele inzichten in een ETF-jasje. Mijn persoonlijke mening is dat het onderscheid tussen actief en passief vervaagd is. Als we alleen al kijken naar het universum van passieve ESG-indices, dan zien we dat daar een concentratie tot 40%, 50% in de top tien holdings kan plaatsvinden en dat de tracking error ten opzichte van de traditionele benchmarks kan oplopen tot 5%. Terwijl een ESG research enhanced indexstrategie, die gebruikmaakt van fundamenteel inzicht

## ‘Actief beheer kan goed zijn in een baisse, maar misschien niet zo goed bij herstel.’

op individueel aandelniveau, een tracking error lager dan 1% kan houden. Het gaat dus vaak eerder over risicobudget dan over actief versus passief. Innovatie heeft complexiteit met zich meegebracht en de rol van de managerselectie op fonds- of ETF-niveau wordt steeds belangrijker. Ik houd me bezig met ETF-distributie en ik zie dat juniors vaker op passieve en ETF-selectie geplaatst worden. Daardoor mis je een bepaalde expertise waarover actieve fondsselectors beschikken. Ongeacht of er sprake is van actief of passief moet je onder de motorkap kijken. Deze wereld is zo complex geworden, dat er een markt voor fiduciairs wordt gecreëerd: een markt voor professionele partijen om hun klanten te begeleiden.’

**Lamont:** ‘Fees zouden een van de belangrijkste factoren moeten zijn om de selectie van een fonds te bepalen, omdat ze de meest consistente voorspellende factor zijn als het gaat om toekomstige rendementen. Dalende actieve fees zullen hun beleggingswaarde vergroten, maar over het geheel genomen is er nog een lange weg te gaan voordat passieve beleggingen in de meeste markten op de proef worden gesteld.’

**Kooij:** ‘Zoals eerder gezegd zit er een timingeffect in actief beheer. Lagere kosten voor actief beheer zijn wat mij betreft ook geen reden om van passief beheer af te wijken.’

### Als het om actief beheer gaat, hoe zit het dan met kwantitatief beleggen versus fundamenteel beleggen?

**Voermans:** ‘De resultaten van kwantitatief beleggen zijn in de afgelopen vijftientig jaar mijns inziens voldoende sterk en consistent geweest. Het is belangrijk dat portefeuillemanagers kunnen uitleggen wat ze doen en waar de prestaties vandaan komen. Dan is het voor een klant makkelijker te begrijpen wat die de komende jaren kan verwachten. Zo hebben we vorig jaar een methode >

**‘Ik denk dat de verschuiving naar DC meer vraag zal creëren naar laag-risicoproducten in absolute zin.’**

ontwikkeld om – via machine-learning-technieken – de performance-effecten van ESG-integratie gedetailleerder te kunnen attribueren. Daarmee krijgen onze klanten inzicht in het effect van hun keuzes met betrekking tot uitsluitingen, ESG-integratie en CO<sub>2</sub>-reductie op het rendement. Ik denk dat gemiddeld genomen kwantitatieve beleggers beter

kunnen uitleggen wat ze doen en waar de prestaties vandaan kwamen en zullen komen. Dat is een groot voordeel vergeleken met fundamenteel beheer.’

**De Jong:** ‘Hoe je belegt, hangt ook af van je beleggingsovertuigingen. Het past bij je fiduciaire plicht om rendement toe te

voegen en uit dat oogpunt is het logisch om actieve managers te selecteren. Maar dan moet je wel de middelen hebben om dat te doen. Actief kan veel toevoegen om beleggingsovertuigingen waar te maken.’

**Rabault:** ‘Fundamenteel beleggen heeft voordelen als je een geconcentreerde portefeuille wilt aanhouden waarvoor je grondig onderzoek hebt gedaan naar alle bezittingen. Deze aanpak maakt het echter moeilijker om je relatieve performance ten opzichte van de markt te monitoren. Kortom, als je dit wilt, moet je stoppen met je zorgen te maken over of je de markt kunt verslaan met de door jou aangehouden assets. Kwantitatieve technieken hebben een zeker voordeel in het kunnen controleren en beheersen van je posities ten opzichte van de markt, gezien het aantal betrokken effecten.’

**Furey:** ‘Kwantitatieve strategieën in fixed income zijn nog niet echt volwassen geworden. Historisch is het succes-

percentage van de modelimplementatie pover geweest, vooral vanwege de variabele handelskosten in vastrentende waarden ten opzichte van aandelen. Dat is nu aan het veranderen omdat er door de ontwikkelingen in elektronisch handelen veel rijkere datasets komen en meer transparante en betrouwbare handelsresultaten. Daardoor wordt de weg vrijgemaakt voor de ontwikkeling en succesvolle implementatie van systematische strategieën. Kwantitatieve technieken met betrekking tot fixed income zullen in de toekomst populairder worden en de traditionele fundamentele benaderingen uitdagen.’

**Flögel:** ‘Mijn indruk is dat we vroeger vaker een onderscheid zagen tussen kwantitatief en fundamenteel. Tegenwoordig is dat minder het geval. De grenzen vervagen nu fundamentele managers ook veel data-inputs en kwantitatieve technieken gebruiken. Klanten zijn vaak op zoek naar een global manager en niet specifiek naar een kwantitatieve of fundamentele. Maar kwantitatieve managers behouden een edge bij het vertalen van al die informatie voor grote universums naar efficiënte portefeuilles.’

**De Jong:** ‘Replicatie in vastrentend brengt vaak extra complicaties met zich mee. Zo worden bijvoorbeeld nieuwe emissies niet onmiddellijk opgepikt door een index, waardoor je de ‘new issue premium’, oftewel de uitgiftepremie mist, en vinden er in volatiele markten veel kredietmigraties plaats, wat tot hogere replicatiekosten leidt.’

### **Fixed income versus aandelen: welke markten lenen zich beter voor actief beheer?**

**Lorraine Sereyjol-Garros:** ‘We hadden veel klanten die terughoudend waren om in een fixed income index te beleggen omdat ze bang waren voor liquiditeitsproblemen. Maar sinds COVID-19 en de oorlog in Oekraïne zijn veel klanten kennelijk van gedachten veranderd: een groot deel van de vastrentende beleggingen van bijvoorbeeld institutionele beleggers en distributeurs is naar indexproducten gegaan. Wij zijn perfect in staat om een echt liquide en goedkope oplossing te bieden aan beleggers in fixed income ETFs.’

**‘Als actieve manager kun je kiezen wanneer je handelt en wanneer niet. En als het gaat om de waarde die je toevoegt, kan dat natuurlijk significant zijn.’**

**Rootsaert:** ‘In fixed income bestaan geen puur passieve markten, zelfs niet als je de index koopt. Wij geloven dat zowel kwantitatief als fundamenteel een meerwaarde biedt voor een beleggingsoplossing. Soms heb je gewoon meer kopers dan verkopers en omgekeerd. Dan doen fundamentals er niet toe en is er sprake van een puur behavioristische markt. Alles is een evenwichtsoefening: naar welk tijdsbestek kijk je als belegger? Heb je een visie op stijl en sector? Wat is je ESG-visie? Dat helpt je om binnen elke beleggingscategorie te bepalen wanneer je puur actieve, meer geconcentreerde posities moet innemen of dichterbij de index moet blijven. De managersselectie helpt je dan verder.’

### **In welke aandelenmarkten – ontwikkelde, emerging, small cap – bestaan de beste kansen voor outperformance door actief beheer?**

**Flögel:** ‘Opkomende markten en small caps zijn beter geschikt voor actieve strategieën. Dat wordt zelfs ondersteund door de beleggingsliteratuur. Meer in het algemeen: verschillende marktsegmenten laten verschillende staten van efficiëntie zien, onder andere afhankelijk van institutioneel eigendom en de dekking door analisten. Een tragere informatieverwerking biedt natuurlijk meer mogelijkheden voor actief beheer en ook meer tijd om te investeren in je beleggingsovertuigingen. Bovendien maakt de hoge activiteit van speculatieve beleggers in sommige emerging markets, met name China, deze markten ook minder efficiënt.’

**Furey:** ‘Wij hebben een mix van beleggers in ons boek, die zowel actieve als passieve benaderingen toepassen. Ze selecteren managers die een bewezen track record hebben in minder liquide exposures zoals emerging markets en high yield, maar ze combineren ook met een indexbenadering, aangezien die zich leent voor tactische bewegingen. Er zijn dus exposures waar sprake is van actief beheer, maar alpha wordt niet noodzakelijkerwijs consistent geleverd op de lange termijn. Actief beheer kan goed zijn in een baisse, maar misschien niet zo goed bij herstel. Dat zagen we tijdens de Amerikaanse energiestress van 2015-2016, toen de

## **‘Er zit een timingeffect in het actieve beheer. Lagere kosten voor actief beheer zijn geen reden om van passief beheer af te wijken.’**

instorting van de olieprijs de balansen van schaliebedrijven in gevaar bracht en de obligatiekoersen enorm daalden. Managers die daar goed mee omgingen en kapitaal beschermden in die neerwaartse cyclus, kwamen daar heel goed uit. Toen de olieprijsen echter heel snel herstelden en bedrijven en hun obligaties ook, presteerde actief beheer ondermaats.’

**Rabault:** ‘Het debat over efficiëntie versus inefficiëntie gaat over de vraag of je, om de benchmark te verslaan, meer risico moet nemen dan de benchmark. Beleggers vinden het makkelijker om de benchmark in credit te verslaan, omdat ze gemakkelijker meer risico kunnen nemen dan de benchmark. Beleggers in aandelen hebben daar wat meer moeite mee omdat beloond risico minder gemakkelijk te herkennen is.’

**De Jong:** ‘Ik denk dat het handelselement in die zin ook heel belangrijk is, namelijk dat je niet hoeft te handelen als de indexmethodologieën veranderen. Als actieve manager kun je kiezen wanneer je handelt en wanneer niet. En als het gaat om de waarde die je toevoegt, kan dat natuurlijk significant zijn.’

### **Gaan ESG en actief beheer samen?**

**Voermans:** ‘Passief en ESG gaan niet samen. Als je duurzaamheid wilt integreren in je beleggingsbeleid, ben je actief aan het beleggen. Duurzaamheidsintegratie creëert nieuwe exposures en risico's. De vraag is dan: hoe controleer je de ontstane ongewenste risico's en exposures in je portefeuille? Wanneer je duurzaamheid een rol geeft in je portefeuille, is goede kwantitatieve portefeuilleconstructie daarom van cruciaal belang.’

**De Jong:** ‘ESG in het beleggingsproces integreren is een actieve beslissing. Je moet wel weten wat je wilt. Gewoon de benchmark kopen en geen controle >

hebben over de bedrijven waarin je hebt belegd, is vanuit een ESG-perspectief suboptimaal. Het is belangrijk dat een bedrijf op ESG-gebied doet wat het zegt. Om daarvan overtuigd te raken, is een diepgaande analyse nodig. Je kunt niet volstaan met het kopen van een naam. ESG is heel genuanceerd. Daarvoor is veel aandacht nodig.’

**Sereyol-Garros:** ‘Wij hebben de mogelijkheid om een ETF te lanceren met een actieve ESG-aanpak, wat betekent dat we een grote index moeten repliceren. En we zullen onze eigen ESG-methodologie integreren. Ik denk dat ESG zeker actief is, maar het kan op een ETF-manier.’

**Flögel:** ‘Actief management alsmede ESG-en actief management kunnen samengaan. Het is belangrijk om goed af te wegen of de aanpak die financiële waarde toevoegt ook verenigbaar is met de ESG-filosofie van de klant. Dat is waar veel vermogensbeheerders falen.’

### **De indexstrategie is actief, maar de implementatie is passief?**

**Lamont:** ‘Ik gooi het over een andere boeg en beweer dat je nog steeds duurzaam kunt beleggen door puur passief te gaan, namelijk door middel van engagement. Sommige van de grootste asset managers en asset owners ter wereld zijn passieve beleggers en kunnen jaar in jaar uit bij elke gelegenheid hun stem uitbrengen. Het gebrek aan de mogelijkheid om te desinvesteren is op het eerste gezicht duidelijk een nadeel voor ESG-beleggers, maar de engagementcomponent kan heel betekenisvol zijn om bedrijven ertoe te bewegen ESG-criteria te omarmen.’

**Flögel:** ‘Om terug te komen op de voorgaande vraag: ik denk dat veel ESG-indices een goed voorbeeld zijn van actieve strategieën, waarbij analisten beslissingen hebben genomen die niet als passief kunnen worden gedefinieerd. Je kunt dit

dan passief implementeren, maar een actieve strategie ‘index’ noemen, vind ik twijfelachtig.’

**Furey:** ‘Als indexmanager zijn we erg goed in het afstemmen op de benchmark, zowel door de systematische aanpak als door de implementatie. Dat kunnen we ook doen voor het klimaatpad. Dat roept bij klanten de vraag op wat ze willen bereiken. Wat is hun prioriteit? Is dat het implementeren van waarde in de portefeuillestrategie? En kun je daar dan nog waarde bovenop krijgen door actief te zijn?’

**De Jong:** ‘Bij het opbouwen van een goede ESG-portefeuille moet je beginnen met je beleggingsovertuigingen en vervolgens nagaan hoe je die waarheidsgetrouw gaat uitvoeren. Je moet begrijpen wat bedrijven vanuit een ESG-perspectief doen en dat wat er wordt gezegd ook wordt uitgevoerd. Vaak beschikken bedrijven met een andere focus of krappere balans misschien niet over de juiste gegevens of hebben ze niet de juiste middelen om die te publiceren. Dat wil daarom niet zeggen dat ze het eigenlijk niet goed doen. Engagement kan hierbij belangrijk zijn, want daarmee kun je een bedrijf laten inzien hoe belangrijk het is om de juiste gegevens te verstrekken of de link te leggen tussen zeggen en uitvoeren. Uiteindelijk biedt engagement een belangrijke mogelijkheid om aan te geven wat je in de bedrijfsvoering zou willen veranderen en voor het bedrijf om de daad bij het woord te voegen.’

**Rootsaert:** ‘De geldstromen naar ESG-producten, of het nu fondsen of ETFs zijn, zijn enorm geweest. Hoewel er een vertraging is opgetreden, denk ik dat het een aanhoudende trend is in Europa. Er is één ding dat we massaal over het hoofd zien, namelijk dat het leeuwendeel in ESG ETF-geldstromen gekoppeld is aan ESG MSCI-indices. Dat geldt zeker op het gebied van aandelen. Uiteindelijk gaat het om expertise en resources. Wie heeft de kwaliteit en expertise om bedrijven te screenen, fundamenteel vanuit ESG-perspectief? En dat laatste is niet het core-verdienmodel van een indexprovider. De vraag stellen omtrent bepaalde uitsluitingslijsten en het besef dat we in een wereld van verandering leven, brengt meerwaarde voor actief beheer. Het is geen

‘Je kunt nog steeds duurzaam beleggen door puur passief te gaan, namelijk door middel van engagement.’

binaire wereld, met alleen maar goede of slechte bedrijven. Laten we een evenwichtige keuze maken, een balans van het risicobudget aan de ene kant en de screening, tijd en middelen die je eraan kunt besteden aan de andere kant. Laten we vooral een open gesprek voeren, want ik denk dat dit nu niet genoeg het geval is. Ik hoop en denk dat de balans onder andere hierdoor zal worden opgeschud.'

**De Jong:** 'Ik denk dat het erop neer komt dat je niet altijd een rating of verstrekte data als vaststaand kunt aannemen.'

**Furey:** 'Dat is juist, dus we moeten een beetje verder kijken. Er zijn zeer brede maatstaven voor een markt. Waarom instellingen of beleggers dat zouden accepteren als hun strategische benchmark, is een filosofische vraag. Bijgevolg vinden er nu veel aanpassingen achter de schermen plaats. Er zijn maar weinig accounts, de standaard benchmark zou het universum kunnen zijn. Maar de screening en de tilting- en wegingsmechanismen zijn zeer aangepast aan de betreffende belegger.'

### **Verstoort maatwerk, bijvoorbeeld door uitsluiting, het alpha-genererend vermogen van actieve managers?**

**Voermans:** 'Het uitsluiten van bedrijven maakt actief beheer lastig, maar zeker niet onmogelijk. Zelfs wanneer een asset owner de tracking error na uitsluitingen laag wil houden, leveren uitsluitingen geen grote problemen op. Dan kun je bijvoorbeeld met maatwerkbenchmarks werken, iets wat wij regelmatig voor klanten doen. Voor actief beheer zou je bij grote uitsluitingslijsten kunnen kijken of je je beleggingsuniversum buiten de benchmark met kleinere bedrijven kunt uitbreiden.'

**Flögel:** 'Als systematische belegger vertrouwen we zeker op een breed universum. Uitsluitingen zijn tot op zekere hoogte aanvaardbaar, maar als het universum te klein wordt, lijdt de efficiëntie van de strategie daaronder. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat als je specifieke delen van het universum uitsluit, bijvoorbeeld hele sectoren zoals energie, je de tracking error aanzienlijk dreigt te verhogen in een jaar als 2022, toen de energiesector beter presteerde.'

## **'AI is gereedschap, net als een hamer. De hamer heeft de timmerman niet vervangen, maar wel geholpen.'**

**Voermans:** 'De vraag is hoe je uitsluitingen compenseert. Als je één autobedrijf uitsluit, kun je dat waarschijnlijk compenseren door een of twee andere autobedrijven te kopen. Maar als je de hele auto-industrie uitsluit, is het aanzienlijk moeilijker te compenseren.'

**De Jong:** 'Het is van belang dat je voor de langere termijn vasthoudt aan je beleggingsovertuigingen. Als bepaalde uitsluitingen deel uitmaken van je langetermijnportefeuille, dan moet dit ook tot uitdrukking komen in de benchmark. Derhalve moet je de benchmark aanpassen en op maat maken om de tracking error niet te hoog te laten oplopen.'

**Kooij:** 'De te volgen indexstrategie is uiteindelijk een actieve keuze die gemaakt wordt. Deze keuze is veelal door een bestuur in een beleggingsstatuut vastgelegd. Het gaat erom de fondsen te selecteren met een passieve strategie die het beste aansluit bij een beleggingsstatuut.'

&gt;



## ‘In een non-binaire ESG-wereld heb je fundamentele onderbouwing nodig en dat kost aandacht en expertise.’

**Furey:** ‘Als je veel duurzame beleggingsdoelen in de portefeuille wilt integreren, moet je waarschijnlijk een hoge tracking error tolereren. Dat zien we nu bij beleggers met duurzaamheidsdoelstellingen. Iets heel anders: staatsobligaties dienen een specifiek doel in je portefeuille. Niet alleen om inkomsten te genereren en liquiditeit te verschaffen, maar natuurlijk ook om je in te dekken tegen aandelenrisico’s.’

### **Een hot topic in Nederland is de verschuiving van DB naar DC. Leidt dit ertoe dat er meer passief belegd zal worden?**

**Lamont:** ‘Die vraag heeft betrekking op thematisch beleggen. Het belang daarvan is in Europa in het algemeen toegenomen. Het overgrote deel van de assets van thematische fondsen zit in actief beheerde fondsen. We verwachten wel dat het ETF-gedeelte zal groeien als gevolg van toegenomen interesse onder consumenten. Dit is enigszins zorgelijk, omdat deze fondsen de neiging hebben zeer volatiel te

zijn. En helaas geldt dat hoe minder ontwikkeld de belegger is, hoe groter de kans dat hij op de verkeerde momenten handelt. In de Verenigde Staten is thematisch beleggen veel meer een ETF-spel. Er zijn aanzienlijk minder traditionele actieve beleggingsfondsen.’

**Rabault:** ‘Thematisch beleggen kan grotendeels worden gezien als een retail-verhaal, in de zin dat distributeurs het om bepaalde redenen voordelig zouden kunnen vinden om thematische producten aan retail-beleggers te verkopen. Het zou kunnen dat als je overstapt op defined contribution, het resultaat voor de gepensioneerde een directe weerspiegeling is van de financiële beleggingsbeslissing. Gezien de politieke gevoeligheid hiervoor, is het waarschijnlijk nauwelijks te tolereren als deze uitkomst wijd verspreid wordt over de verschillende regelingen. Regelgevers zullen ervoor proberen te zorgen dat de spreiding gemakkelijk te verklaren of klein is, zodat er geen politieke discussie ontstaat waarin het hele systeem bekritiseerd zou kunnen worden op basis van het feit dat discretionaire beslissingen misschien het vermogen van gepensioneerden schaden.’

**Sereyol-Garros:** ‘Misschien is het specifiek voor Frankrijk, maar wij hebben een sterke vraag vanuit institutionele beleggers naar thematische beleggingen op ESG-gebied. Wellicht komt dat door een Franse wet die institutionele beleggers verplicht openbaar te maken wat ze doen om bij te dragen aan de energietransitie of het behoud van biodiversiteit.’

**Voermans:** ‘De vraag is hierbij of lager risico in absolute zin of relatieve zin zal zijn. Ik denk dat de verschuiving naar DC meer vraag zal creëren naar laag-risicoproducten in absolute zin. Dat zal juist actiever portefeuillemanagement vergen en de vraag naar ‘quality’- en ‘low-vol’-producten stimuleren.’

### **Zal institutioneel beheer van de liquide portefeuille volledig passief worden door streng toezicht?**

**De Jong:** ‘Daar ben ik niet mee eens. Je kunt het ook omdraaien en zeggen: door het strenge toezicht moet je eigenlijk meer naar actief kijken als je je risico-



rendements- en ESG-doelstellingen wilt halen. Het komt erop neer hoe je vanaf het begin naar je beleggingsovertuigingen kijkt. Waar op korte termijn sprake kan zijn van risicoaversie als het gaat om toezicht, hoeft dat op de lange termijn niet het geval te zijn. Met andere woorden: je moet nooit het langetermijndoel vergeten.’

**Flögel:** ‘Ik ben het er ook niet mee eens en in feite zien we dat sommige klanten en prospects afstappen van een puur passieve benadering. Zelfs als je in het algemeen van passief houdt, zorgen de huidige marktomstandigheden, met bijvoorbeeld de concentratie en lage verwachte marktrendementen, ervoor dat je wellicht begint te twijfelen. De volgende stap is het aanbrenge van verbeteringen, bijvoorbeeld het toewijzen van een klein risicobudget aan actief beheer. Zoals gezegd: klanten komen terug van puur passief beleggen.’

**Lamont:** ‘Dit lijkt me nogal reductionistisch. Misschien is er eigenlijk geen grens tussen actief en passief, maar is er sprake van een continuüm. Naarmate we meer data krijgen en geavanceerder worden in het volgen van ontwikkelingen, zal het onderscheid tussen actief en passief alleen maar vager worden.’

**Rootsaert:** ‘Klopt. De realiteit is dat grote delen van institutionele portefeuilles naar customised indexstrategieën zijn gegaan. Via fiduciair managers kunnen ze assets groeperen en zo een grotere onderhandelingsmarge hebben omtrent fees en ESG. Maar net bij die laatste heb je eigenlijk meer nodig dan enkel uitsluitingslijsten. In een non-binaire ESG-wereld heb je fundamentele onderbouwing nodig en dat kost aandacht en expertise. Dan kun je de kosten niet op twee basispunten houden omdat je een heel research- en stewardshipsteam, en wat daarbij komt, moet betalen. Ik denk dat er maar enkele grote spelers zijn die überhaupt de nodige resources hebben.’

**Voermans:** ‘Het is niet goed wanneer toezichthouders beleggers prikkels geven om passiever te beleggen. Ze zouden beleggers binnen het relevante risicokader moeten stimuleren meer nettorendement te maken in plaats van te proberen alleen

## ‘Ik denk dat ESG zeker actief is, maar het kan op een ETF-manier.’

de kosten te minimaliseren door passief te beleggen.’

### Zal Artificial Intelligence de rol van indexbeleggen en -managers overnemen?

**Rabault:** ‘AI is gereedschap, net als een hamer. De hamer heeft de timmerman niet vervangen, maar wel geholpen. Op deze manier gaat AI de belegger helpen, maar hem niet vervangen.’

**De Jong:** ‘Ik ben geen AI-deskundige, maar iets zegt me dat je altijd mensen nodig zult hebben om verbintenissen aan te gaan. Gezond mensenverstand is nodig om te controleren en niet alles zomaar aan te nemen.’

**Flögel:** ‘AI werkt het beste in omgevingen waar goede theorieën, veel data en stabiliteit aanwezig zijn. Dat is niet van toepassing op kapitaalmarkten: empirisch gezien zijn de vele theorieën niet echt van toepassing: er is veel data, maar we hebben slechts enkele cycli om deze te testen. De relaties zijn niet erg stabiel. Bij beleggen zijn mensen betrokken, er zijn gedragseffecten en vele veranderingen in beleid, waardoor de betrouwbaarheid van historische data verder afneemt. Artificial Intelligence die het portefeuillebeheer overneemt, is niet betrouwbaar. Het zou als het ware andersom moeten zijn: portefeuillehouders en analisten moeten AI gebruiken om hun besluitvorming te verbeteren.’

**Kooij:** ‘Hoewel AI de efficiëntie kan vergroten en gepersonaliseerde adviezen zou kunnen bieden, zijn wij van mening dat menselijk toezicht en verantwoordelijkheid cruciaal blijft om de integriteit en veiligheid van de financiële beslissingen te waarborgen.’ ■

## IN HET KORT

De mate van marktconcentratie heeft invloed op het succes van actief beheer. Dat is moeilijker naarmate de markt geconcentreerder is, zoals in de afgelopen jaren.

De compressie van fees maakt actief beleggen effectiever.

Het onderscheid tussen actief en passief is vervaagd.

Opkomende markten en small caps zijn beter geschikt voor actieve strategieën.

ESG in het beleggingsproces integreren is een actieve beslissing.

Toezichthouders zouden beleggers moeten stimuleren meer rendement te maken in plaats van te proberen alleen de kosten te minimaliseren door passief te beleggen.

# Capturing the equity premium through factor investing

Factor investing can help address key challenges, including the concentration currently embedded in equity markets and the impact of climate change, while capturing the equity premium in a consistent manner.

By Bruno Taillardat

Factor investing, which relies on quantitative techniques and robust portfolio construction, seeks to simplify a complex problem into a disciplined and well-structured investment process.

Factors are cyclical: their performance and risk profile vary over time. Multi-factor equity strategies build on diversification principles and are therefore better balanced in their factor exposure compared to the index, leading to a more robust performance over the long term.

Equity factors such as value, momentum, size, quality and low volatility are expected to deliver positive performance over the long term, but have different performance cycles

due to their underlying characteristics. For example, value would be categorized as a risk premium factor, meaning that its risky profile enables investors to capture strong upside markets but tends to underperform during more turbulent times. This factor also tends to react positively in a context of high interest rates and inflation. By contrast, the low volatility factor is more defensive and tends to perform better during periods of high volatility and low interest rates.

## Concentration risk

To reinforce their efficiency, the factor-based equity portfolio may be adjusted when new risks emerge or become material. For instance, the stock market is experiencing an unusual episode of concentration, which has not been seen during the last three decades, especially in the US. This concentration is mainly driven by the IT sector and very large cap stocks. As Figure 1 shows, the top 10 holdings represent more than 30% of the holdings of the S&P 500.

One may question the sustainability of such dominance of just a few stocks. As rational investors, we could wonder whether this level of concentration does not lead to a high idiosyncratic risk associated with the continuity of the underlying oligopolistic business models. Certainly, when concentration risk is so high, equity markets cannot absorb any adverse market context such as the deterioration of the global economic conditions and the war in Ukraine in 2022, or the burst of the internet bubble in 2000.

When managing multi-factor equity strategies, some dynamic adjustments may be needed in order to respond to market pressures, such as this concentration risk, which may affect certain factors more than others.

For instance, the momentum factor has been significantly affected by the recent concentration risk, in particular in the US market. Figure 2 shows the exposure of the S&P 500 index to the momentum factor as well as the composition of this factor.

In a Z-score range, the exposure of the S&P 500 index to momentum is at an all-time high since 2019. The composition of the momentum factor exhibits a high exposure to the Magnificent Seven stocks.

**FIGURE 1: CONCENTRATION IN THE S&P 500, % WEIGHT OF TOP 10 BIGGEST STOCKS**



Source: Amundi



# ‘When concentration risk is so high, equity markets can’t absorb any adverse market context.’

This factor also starts to exhibit a stretched valuation as its current price-to-earnings or price-to-book ratios are very high compared to long-term historical standards. The momentum factor thus experiences a risk of instability, due to high concentration coupled with high valuation.

### Integrating net zero objectives

Integrating net zero objectives into equity portfolios is another key challenge that investors have to address.

Factor investing is an efficient way to maintain a good portfolio diversification across rewarded factors, while finding the right trade-off between net zero objectives and positive expected returns provided by equities over the long-term.

Imposing a strong carbon reduction in an optimized portfolio leads to underweighting the most carbon-intensive companies and overweighting the least carbon-intensive

ones. As a result, a high and drastic level of decarbonization may lead to the compression of entire economic sectors, such as energy or utilities. This, in turn, would have a negative impact on diversification and potentially increase the overall portfolio risk.

Alongside decarbonization, financing the climate transition is an important aspect to consider when targeting a net zero objective. Transition metrics, such as Green CAPEX, enable portfolio managers to identify companies that demonstrate a willingness to transition to a more sustainable economy, even within sectors that can be perceived as more carbon-intensive.

Portfolio managers have to deal with multiple objectives and multi-faceted data. Quantitative, factor-based equity strategies are designed with the purpose of managing a large amount of data which are sometimes based on heterogeneous distributions. Their portfolio construction is structured to determine the right trade-off between a large spectrum of dimensions. ■

**Disclaimer**

Source: Amundi AM, FactSet, S&P as of 30/04/2024. Past performance is not a reliable indicator of future results or a guarantee of future returns.



**Bruno Taillardat**

Global Head of Smart Beta and Factor investing, Amundi

## SUMMARY

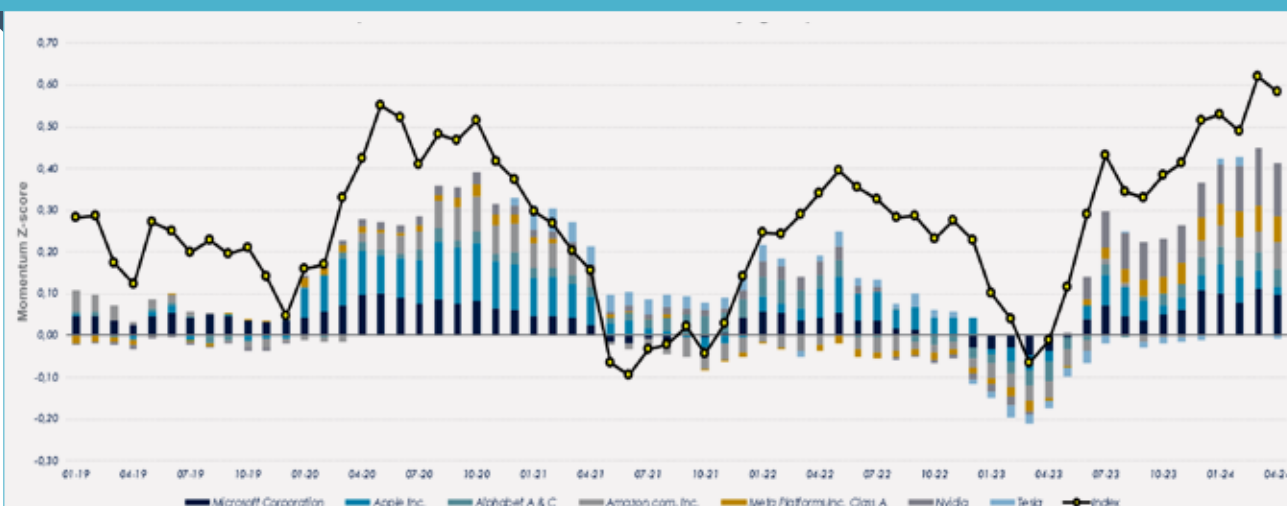
Factor investing: robust way to capture long-term equity premium while addressing key investor challenges.

Risk associated with current concentration affecting equity markets is a major challenge for investors and triggers the need for dynamic adjustments when managing multi-factor equity strategies.

Integrating net zero objectives into an equity portfolio requires a well-structured investment process.

Quantitative, factor-based equity strategies that can manage diverse sets of data are well suited to determine the right trade-off between a large range of dimensions, like net zero considerations.

**FIGURE 2: EXPOSURE OF THE S&P 500 INDEX TO MOMENTUM/UNDERLYING COMPOSITION OF THE FACTOR**



Source: Amundi

# Diversification is crucial, especially in 2024

Despite a brief recent consolidation, 2023's concentrated market rally extended into 2024. Risks of disappointment caused by geopolitics and elections, interest rate moves or AI inadequacies are nevertheless still high.

By Ariane Kesrewani and Cedric Le Berre

Geographically, global equity markets are showing considerable exposure to the US with 70% of the MSCI World consisting of US names, the highest weight reached in 100 years. Furthermore, the momentum approach has been strongly outperforming other investment styles so far this year, since 2023's winning stocks have kept outperforming into 2024, confirming the limited market breadth. The momentum factor tracks recent winners but nevertheless struggles when there is a rapid change in market trajectory as it rebalances with a lag: it was

**'Through passive solutions, investors are closely following the largest market winners, but are also exposed to the risk of being tied to the largest losers.'**



the worst-performing style in 2023 and 2021 when the market shifted into rally gears.

## US: Magnificent Seven frenzy

On a regional level, some local markets are also showing high levels of concentration. Starting with US equities, the Magnificent Seven tech behemoths have been driving markets over the past year, with some divergence nevertheless in the year-to-date picture. The leadership of the tech sector and large market caps is especially pronounced with mega-cap tech names reaching the largest weights in the US indices. Overall, the ten largest stocks currently account for around 33% of the S&P 500, well above the 27% share reached at the peak of the tech bubble in 2000.

The earnings picture is also dominated by these names, which account for

25% of EPS growth expectations for 2024. Valuation levels are high, at 20x for the S&P 500, although not as extreme as during the 2000 bubble, when they reached 25x. Investors that generally prefer passive allocations to US equities are seeing concentration increase despite also holding the lower-growth parts of the market. Through passive solutions, investors are closely following the largest market winners, but are also exposed to the risk of being tied to the largest losers, and thus not differentiating from the market trend.

## Europe: nuts about Granolas

In Europe, it's the 11 giants known collectively as the Granolas that have taken centre stage. They have been powering up half the performance of the Stoxx 600 in the past year, with a 25% weight and a combined market capitalisation of

## ‘Passive solutions can pose fundamental challenges, especially given the current concentration levels at both global and regional level.’

€ 2.6 trillion. How do they compare to the Magnificent Seven? They too are internationally exposed, quality growth compounders, but they show lower volatility than the Magnificent Seven, with lower valuation levels. Concentration risks could be less biased to one sector in the European market, but are still worth pointing out.

The Swiss heavyweights Nestlé, Roche and Novartis have generally formed more than 45% of the SPI in aggregate. While Nestlé and Roche in particular can look back on a long history of sustainable and attractive levels of value creation, all three companies currently face some headwinds. 2024 could reveal opportunities at the other end of the Swiss equity market, namely in the quality

small- and mid-cap space, which can't be accessed via passive solutions. A supportive environment for that segment should be confirmed in 2024, with the prospect of a GDP growth recovery now perceived by the market as more tangible after the Swiss National Bank's move to cut rates by 25bps in March.

### Japan: hot Topix

Although the Japanese market may seem less concentrated, deeper inspection reveals nuances in the comparison. The expansive nature of the Topix index, comprising nearly 2000 companies, demands attention. Notably, the proportion of the 30 largest entities within the Topix has grown remarkably, reaching their highest weighting since 1995. This trend is reminiscent of the

concentration of the Magnificent Seven in relation to the 500 other companies constituting the S&P composite index. This goes to show that, if you scratch the surface, you will see different market structures and more evolving complexities than first meet the eye.

### Navigating the narrow straits

An important question for 2024 is: will the market stay narrow and how should investors handle it? When the risks of a negative market surprise are elevated, passive solutions can pose fundamental challenges, especially given the current concentration levels at both global and regional level, as outlined above. Research shows that in recessionary or fundamentally challenged periods, corporate profits drop 20% on average on a yearly basis, driven by cyclical margins and lower pricing power. In this market configuration, active strategies delivering diversified sources of performance through bottom-up stock selection are likely to fare better. In fact, looking at the more balanced MSCI AC World Equally Weighted, its rolling two-year performance is still in the red, reflecting how narrow the market has been. Yet, over the longer term, that index delivers stronger annualised performances than the MSCI AC World: +7.3% versus +6% from 31 December 1998 to 30 April 2024 – proving the long-term benefits of a more diversified portfolio compared to a systematically rebalancing one. ■



**Ariane Kesrewani**

Senior Investment Specialist,  
Union Bancaire Privée, UBP SA



**Cedric Le Berre**

Senior Investment Specialist,  
Union Bancaire Privée, UBP SA

**FIGURE 1: DIVERSIFICATION BENEFITS OVER THE LONG TERM**



Source: UBP, Bloomberg Finance L.P. as of 30.04.2024.

## SUMMARY

Global and regional equity markets' concentration in 2024 should be weighed in an environment where the risk of disappointments is high.

Passive investment solutions carry an increasing concentration risk while also holding the lower-growth parts of the market.

Active investment solutions benefiting from more diversified performance sources are likely to better navigate a shifting market gear or sentiment.

# Impactbeleggen: een strategisch perspectief

Impactbeleggingen kunnen op verschillende plaatsen in de beleggingsportefeuille een plek krijgen. Een goed raamwerk kan hier richting aan geven.

Door Alex van den Berg

De impact van een impactbelegging betreft enerzijds de impact in de reële economie van de betreffende investering en anderzijds de bijdrage van de investeerder aan de totstandkoming van deze impact. Deze twee niveaus van impact zijn met elkaar verbonden, aangezien de belegger een belangrijke rol kan spelen bij het ondersteunen, versnellen en verhogen van de impact in de reële economie.

De naar verwachting te realiseren impact kan niet op voorhand voor een beleggingscategorie als geheel worden vastgesteld. Dat gebeurt pas bij de selectie van individuele impactbeleggingen. Wel kan op voorhand op hoofdlijnen voor een categorie in kaart gebracht worden op welke wijze en in welke mate de belegger kan bijdragen aan de impact. Dit noemen we het impactpotentieel van een beleggingscategorie.

**Verschillende manieren om bij te dragen aan impact**  
Een belegger kan langs

verschillende kanalen bijdragen aan de totstandkoming van de impact. Het Impact Management Project, de internationale samenwerking tussen leveranciers van normen en richtlijnen voor het beheer van duurzaamheidsimpact, onderscheidt vier transmissiemechanismen:

**1) Signaalwerking**  
Beleggers kunnen marktsignalen en andere signalen afgeven om te laten zien dat ze geïnteresseerd zijn aan het maken van impact. Marktsignalen betreffen het uitsluiten en/of afstoten van bepaalde niet-duurzame beleggingen en het alloceren van kapitaal naar duurzame beleggingen. Een voorbeeld van een 'niet-marktsignaal' is het publiekelijk afstand nemen van bepaalde sectoren of bedrijven, of juist het aannemen van bepaald beleid.

**2) Actief engagement**  
Er kan op verschillende manieren gericht invloed worden uitgeoefend op beleidsuitkomsten bij ondernemingen, bijvoor-



beeld door in dialoog te gaan met het management en door kennis en expertise over te dragen.

### 3) Groei van nieuwe of onderontwikkelde markten

Dit betreft het verschaffen van kapitaal aan impactvolle bedrijven of aan projecten waarvan de groei wordt bemoeilijkt door beperkte toegang tot externe financiering.

### 4) Flexibel kapitaal

Dit gaat om het verschaffen van kapitaal aan impactvolle bedrijven of projecten waarbij flexibele financieringsvoorwaarden

noodzakelijk zijn om de impact te kunnen realiseren.

### Het impactpotentieel verschilt per beleggingscategorie...

De mate waarin een belegger bijdraagt aan impact verschilt per transmissiemechanisme. Zo is de effectiviteit van signaalwerking beperkt, zeker ten aanzien van desinvesteringen en uitsluiten. Daarnaast verschilt de effectiviteit van een transmissiemechanisme per beleggingscategorie. Zo werkt engagement gemiddeld genomen beter bij beleggingen in het eigen vermogen dan

**FIGUUR 1: IMPACTPOTENTIEEL VERSUS IMPLEMENTEERBAARHEID**



Bron: Achmea Investment Management

## ‘Engagement werkt beter bij beleggingen in het eigen vermogen dan in het vreemd vermogen van een onderneming of project.’

in het vreemd vermogen van een onderneming of project.

Het verschaffen van kapitaal aan impactvolle bedrijven of projecten waarvan de groei vanwege specifieke financiële knelpunten wordt bemoeilijkt, is vooral van toepassing bij private beleggingen. Private categorieën, zoals private equity, infrastructuur en private debt, scoren om deze redenen hoger op het impactpotentieel dan publieke beleggingen.

Daarbij biedt een aandeelhouder doorgaans meer risicodraagvlak dan de verschaffer van vreemd vermogen. En met meer skin in the game heeft de aandeelhouder in aanleg dan ook een hoger impactpotentieel.

### ...net als de implementeerbaarheid van impactbeleggen binnen een categorie

Bij de keuze voor een impactbeleggingscategorie is niet alleen het impactpotentieel van belang. Ook de implementeerbaarheid speelt een belangrijke rol. Dit betreft de complexiteit waarmee een impactbelegging in de portefeuille opgenomen kan worden en is onder andere afhankelijk van de beschikbaarheid van passende impactbeleggingen en de complexiteit van deze beleggingen. Bij de beschikbaarheid gaat

het om impactbeleggingen die zowel voldoen aan de impactdoelstellingen als aan de financiële doelstellingen.

De complexiteit van een impactbelegging heeft vooral betrekking op de snelheid en eenvoud waarmee een belegging geïmplementeerd kan worden. Zo is het eenvoudiger om bijvoorbeeld in liquide beursgenoteerde assets te beleggen dan in illiquide private beleggingen. Bij laatstgenoemde zijn de financieringsconstructies en de aansturing complexer en vaak is er sprake van een lange doorlooptijd. Daarnaast zijn pensioenfondsen goed bekend met publieke categorieën, terwijl dat niet altijd het geval is met private beleggingen. De implementeerbaarheid van publieke impactbeleggingen is dus meestal eenvoudiger dan van private impactbeleggingen.

### Afweging tussen impactpotentieel en implementeerbaarheid

De keuze via welke beleggingscategorieën het impactbeleid wordt vormgegeven, kan worden gezien als een afweging tussen het verwachte impactpotentieel en de implementeerbaarheid van de betreffende beleggingscategorie. Deze afweging (geïllustreerd in Figuur 1)

is gebaseerd op onze beoordelingen per beleggingscategorie van de eerder beschreven transmissiemechanismen en van de vereiste implementatie-inspanning en -mogelijkheden.

Uit de figuur komt naar voren dat private beleggingen een hoger impactpotentieel hebben dan publieke beleggingen en dat publieke beleggingen juist weer beter scoren op de implementeerbaarheid dan private beleggingen.

Bij de genoemde keuze zal een belegger zich moeten afvragen in welke mate en op welk thema hij impact wil hebben, welke concessies hij wil doen en welke haast geboden is. Antwoorden op deze vragen geven richting aan de uiteindelijke keuze via welke beleggingscategorieën impactbeleggen geïmplementeerd wordt. Hierbij is het te adviseren om voldoende spreiding over de beleggingscategorieën aan te brengen.

Spreiding mitigeert het hogere concentratierisico, dat inherent is aan impactbeleggen, en het risico dat de gerealiseerde impact significant afwijkt van de beoogde impact. Daarnaast is het mogelijk om complexere categorieën met een hoog impactpotentieel in een bewust gekozen verhouding te combineren met eenvoudigere impactbeleggingen, om zo op een efficiënte en effectieve wijze het gewenste impactprofiel te realiseren.

Afhankelijk van opgedane ervaringen en zich ontwikkelende doelstellingen kan deze verhouding door de tijd vervolgens worden bijgesteld. ■



**Alex van den Berg**

Senior Investment Strategist,  
Achmea Investment  
Management

## IN HET KORT

Het impactpotentieel van een beleggingscategorie geeft aan in welke mate er impact bereikt kan worden met die beleggingscategorie.

Een belegger kan langs verschillende kanalen bijdragen aan de totstandkoming van de impact.

Private beleggingen hebben een hoger impactpotentieel dan publieke, maar publieke impactbeleggingen zijn eenvoudiger te implementeren.

Strategisch gezien vormt de afweging tussen impactpotentieel en implementeerbaarheid een belangrijke factor bij de keuze van beleggingscategorieën voor impactbeleggen binnen een multi-asset portefeuille.



# Energietransitie en private markets

De energietransitie is van grote invloed op de samenleving en werkt ook stevig door op private markets. Vooral binnen het infrastructuursegment kenmerkt het thema zich door een aantrekkelijk rendement en goede diversificatiemogelijkheden.

Door Michiel Pekelharing

De omschakeling van fossiele brandstoffen naar duurzame energiebronnen is een van de grootste veranderingen van het huidige decennium. Dat geldt zowel voor het fysieke Europese landschap – waar overal windmolenparken verrijzen en waar op steeds meer daken zonnepanelen liggen – als voor het beleggingslandschap. Nils Rode, Chief Investment Officer bij Schroders Capital, en Paul O'Donnell, Portfolio Manager bij Schroders Greencoat, vertellen hoe de energietransitie doorwerkt in de vooruitzichten voor de verschillende segmenten van private markets.

Ook op de publieke markten is de invloed van de energietransitie goed te zien. Op de aandelenmarkt tekende zich eind 2020 al een 'groene bubbel' af en de wereldwijde uitgifte van green bonds schommelt volgens Bloomberg al drie jaar lang rond een niveau van \$ 1 biljoen.

De grootste verschuiving tekent zich echter af buiten de aandelen- en obligatiemarkten. Rode geeft aan dat de energietransitie een extra ruggesteun vormt voor private markets zoals private equity, private debt en infrastructuur. Daar komt bij dat ook het economisch klimaat volgens hem momenteel gunstig is voor deze beleggingscategorieën.

Rode: 'In de westerse wereld neemt de inflatie langzaam maar zeker af. Centrale banken houden de beleidsrente wat langer hoog dan verwacht, maar het ziet er naar uit dat het rentetarief in veel regio's in de loop van 2024 toch wat gaat dalen. Voorlopig bereikt de rente echter niet het zeer lage niveau waaraan beleggers in de afgelopen twintig jaar gewend zijn geraakt. Dat maakt de inkomstencomponent van private markets heel interessant. In dat opzicht liggen er in het private debt-segment goede kansen.

**'Op de markt voor private equity gaat de voorkeur uit naar middelgrote en kleinere overnames.'**

## ‘Duurzame elektriciteit weegt al voor bijna 40% mee in de Europese energiemix.’

In de Verenigde Staten en Europa schroeven banken de kredietverstrekking als gevolg van hogere kapitaaleisen wat terug. In het liquide segment zijn de risicopremies sterk gedaald, omdat beleggers hun posities op de vastrentende markten hebben uitgebreid. Private debt en credit zijn momenteel dan ook heel aantrekkelijke asset classes voor professionele partijen. Daarbij gaat de voorkeur voornamelijk uit naar marktsegmenten die een sterke inkomstencomponent combineren met een hoge kapitaalbehoefte. Een goed voorbeeld is infrastructure debt. Deze leningen kenmerken zich door een lange looptijd en een stabiele, voorspelbare kasstroom.’

### Private equity en infrastructuur

Door de energietransitie ontstaan ook allerlei kansen in private equity, alhoewel andere factoren meer invloed hebben op de vooruitzichten voor dit segment. Het investeringsniveau is bijvoorbeeld een redelijke indicator van toekomstige rendementen. Rode: ‘Grote private equity-fondsen hebben vorig jaar een record aan nieuw kapitaal opgehaald. Omdat veel partijen op zoek zijn naar grote transacties, ligt de waardering bij overnames momenteel hoog. Dat gaat gebruikelijk ten koste van het toekomstige rendement. Op de markt voor private equity gaat de voorkeur dan ook uit naar middelgrote en kleinere overnames. De concurrentie is daar een stuk minder hevig, zodat de waarderingen lager liggen. Daarnaast onderscheidt het seed- en early-stage venture-segment zich door een goede verhouding tussen risico en rendement. Veel jonge bedrijven kunnen profiteren van de opkomst van nieuwe technologieën op het vlak van onder meer energie-oplossingen.’

Helemaal aan de andere kant van het beleggingsspectrum vormen grote

infrastructuurprojecten ook een veelbelovend marktsegment. De energietransitie eist daarin een duidelijke hoofdrol op. Rode: ‘Beleggingen in dit segment hebben een aantal aantrekkelijke eigenschappen. De contracten voor energielevering hebben een lange looptijd. Het is gebruikelijk dat daarin ook een inflatiecorrectie is opgenomen, zodat beleggers goed beschermd zijn in een scenario waarin de inflatie opnieuw oplaait. Daar komt bij dat de kasstroom van energieprojecten zoals zonnepanelen en windmolenparken heel stabiel en voorspelbaar is. Ten slotte biedt het segment ook een mooie diversificatiemogelijkheid. De prijsvorming op energiemarkten wordt namelijk door andere factoren beïnvloed dan de koersen op de aandelen- en obligatiemarkten.’

### Net zero-doelstelling in Europa: € 1 biljoen per jaar

Binnen de wereld van infrastructuurbeleggingen ontpopt duurzame energie zich als groeimarkt bij uitstek. Met name Europese landen willen door de oorlog in Oekraïne minder afhankelijk worden van olie en aardgas uit Rusland. Maar de energietransitie is veruit de grootste >



**Nils Rode**

Chief Investment Officer,  
Schroders Capital



**Paul O'Donnell**

Portefeuillemanager,  
Schroders Greencoat,  
onderdeel van  
Schroders Capital

### Schroders Capital: van institutionele bouwstenen tot semi-liquide oplossingen

Schroders Capital is de private markets-tak van Schroders. De divisie beheert meer dan € 76,3 miljard euro, verspreid over onder meer private debt en credit alternatives, vastgoed, private equity en infrastructuurbeleggingen! Binnen deze activiteiten is Schroders Greencoat de specialist op het vlak van duurzame energie en infrastructuur voor de energietransitie. Wereldwijd zijn er binnen Schroders Capital meer dan 440 beleggingsprofessionals in 26 locaties wereldwijd op zoek naar de meest gunstige risico-rendementsverhouding binnen private markets! Daarbij worden grote macro-trends, zoals het verlagen van de CO<sub>2</sub>-uitstoot, demografie, deglobalisering en de opkomst van kunstmatige intelligentie, als beleggingskompas gebruikt. Schroders Capital biedt klanten verschillende mogelijkheden om positie te kiezen op private markets. De oplossingen variëren van co-investments en verschillende bouwstenen voor institutionele portefeuilles, tot semi-liquide fondsen, die klanten veel meer flexibiliteit bieden.

## ‘Het is belangrijk om al in een vroeg stadium ervaring op te doen met groene waterstof.’

aanjager van de beleggingskans in duurzame energie-infrastructuur.

O'Donnell: ‘Om de net zero-doelstelling in 2050 te halen, moet er in Europa elk jaar naar schatting € 1 biljoen geïnvesteerd worden in nieuwe energiecapaciteit. Schroders Greencoat, onderdeel van Schroders Capital, specialiseert zich in het financieren van de bouw en exploitatie van duurzame energiecapaciteit, zoals windmolenparken, zonnevelden, en zelfs waterstofplatformen. Dit terrein is voornamelijk het werkgebied van grote institutionele investeerders, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. De lange looptijd van 15 tot 25 jaar sluit goed aan bij de asset liability matching-aanpak die in de institutionele wereld gebruikelijk is. En investeren in groene energie helpt deze partijen bij het najagen van hun duurzame doelen.’

### Groene waterstof: energieoplossing en investeringskans

Greencoat heeft sinds 2013 meer dan \$ 16 miljard geïnvesteerd in meer dan 300 projecten. Daarmee worden meer dan 3 miljoen huizen van stroom voorzien en is er een uitstoot van 4,5 miljoen ton aan CO<sub>2</sub> voorkomen. Inmiddels verschaft Schroders Greencoat ook financiering aan projecten voor groene waterstof. Waterstof wordt al jarenlang gebruikt in allerlei industriële processen waar veel hitte voor nodig is, bijvoorbeeld bij de productie van staal. Het kan echter ook gebruikt worden voor het aandrijven van waterstofauto's of als methode voor energieopslag. Waterstof kan mogelijk uitgroeien tot dé energieoplossing voor periodes waarin de zon niet schijnt en de wind niet waait. Momenteel wordt bijna alle waterstof nog gefabriceerd met fossiele brandstoffen.

O'Donnell: ‘Overheden en grote energiebedrijven investeren nu veel geld

in groene waterstof. In het Verenigd Koninkrijk hebben we onlangs £ 115 miljoen belegd in de aanleg van een waterstofplatform. Met de overheid is een langlopend contract gesloten, met een ingebouwde inflatiecorrectie. Ondanks dat de technologie nog relatief nieuw is, ligt het verwachte jaarlijkse cash-rendement een stuk hoger dan bij offshore windprojecten. Voor ons is het heel belangrijk om nu al, in een vroeg stadium, ervaring op te doen met groene waterstof. Het ligt voor de hand dat de kostprijs in de toekomst net zo snel gaat dalen als je de afgelopen jaren ook al hebt gezien bij wind- en zonne-energie.’

Dankzij technologische vooruitgang is de efficiëntie van deze duurzame bronnen enorm toegenomen. In 2010 kostte het opwekken van een kilowattuur (kWh) aan zonne-energie nog € 0,45, inmiddels is dat nog maar € 0,05, en bij offshore windmolenparken is de kostprijs in deze periode gedaald van € 0,20 naar € 0,08.<sup>2</sup> Ter vergelijking: de kostprijs voor het opwekken van elektriciteit met kolen komt uit op € 0,10 tot € 0,15.

O'Donnell: ‘Duurzame elektriciteit weegt al voor bijna 40% mee in de Europese energiemix. Maar als je kijkt naar de klimaatdoelstellingen en het kostenvoordeel van wind- en zonnestroom, dan kan je al uitstippelen dat dit percentage de komende jaren snel gaat stijgen. Zo ontstaan mooie kansen voor infrastructuurbeleggers.’ ■

1 Bron: Schroders Capital, per 31 december 2023

2 Bron: Internationaal Agentschap voor hernieuwbare energie, Augustus 2023

#### Belangrijke informatie

Marketingmateriaal, uitsluitend bedoeld voor professionele klanten. Deze informatie is een marketingboodschap. Verwijzingen naar regio's/ landen/ sectoren/ aandelen/ effecten dienen uitsluitend ter illustratie en vormen geen aanbeveling om financiële instrumenten te kopen of te verkopen of een beleggingsstrategie te volgen. De opvattingen en informatie in dit materiaal mogen niet worden gebruikt als basis voor individuele beleggingsbeslissingen en/of strategische beslissingen. Resultaten uit het verleden vormen geen indicatie voor toekomstige resultaten en worden mogelijk niet herhaald. De waarde van beleggingen en de inkomsten daaruit kunnen zowel dalen als stijgen en de mogelijkheid bestaat dat beleggers het oorspronkelijk ingelegde bedrag niet terugkrijgen. Door wisselkoersschommelingen kan de waarde van beleggingen zowel dalen als stijgen. Eventuele standpunten en meningen van personen vertegenwoordigen niet noodzakelijkerwijs standpunten die in andere mededelingen, strategieën of fondsen van Schroders worden uitgedrukt of weergegeven. De vermelde informatie wordt betrouwbaar geacht, maar Schroders biedt geen garantie wat betreft de juistheid of volledigheid ervan. Schroders is een verwerkingsverantwoordelijke met betrekking tot uw persoonsgegevens. In ons Privacybeleid, dat u kunt raadplegen op <https://www.schroders.com/en/global/individual/footer/privacy-statement/>, vindt u informatie over de wijze waarop Schroders uw persoonsgegevens kan verwerken. Als u geen toegang hebt tot deze website, is ons Privacybeleid op aanvraag verkrijgbaar. Ten behoeve van uw veiligheid kunnen telefoongesprekken worden opgenomen of beluisterd. Vrijgegeven voor publicatie door Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxembourg. Registratienummer B 37.799.

**Meer informatie:**  
Voor meer informatie over Schroders Capital en de verschillende beleggingsmogelijkheden op het gebied van Private Markets: neem contact op met het team.

Schroders Capital:



Schroders Greencoat:



Contact:



## IN HET KORT

Dankzij een gunstig economisch klimaat en de ruggensteun van de energietransitie hebben private markets goede vooruitzichten.

Om de klimaatdoelen te halen moet er alleen al in Europa € 1 biljoen per jaar worden geïnvesteerd in duurzame infrastructuurcapaciteit.

Duurzame energie-infrastructuur kenmerkt zich door een stabiele, voorspelbare kasstroom en een lage correlatie met traditionele beleggingen.



# Een duurzaamheids- hausse in grondstoffen

**Vanwege de energietransitie is er onvoldoende geïnvesteerd in de winning van olie. Ook zijn er onvoldoende metalen gewonnen om de energietransitie mogelijk te maken. Een duurzaamheids-hausse is het resultaat.**

De energietransitie heeft ervoor gezorgd dat er jarenlang onvoldoende is geïnvesteerd in de toekomstige oliewinning. Mark Carney en Klaas Knot waarschuwden al vroeg dat commerciële banken beter geen olie meer konden financieren. Demonstranten voor de deur en op de aandeelhoudersvergadering eisten verandering en haalden er zelfs de rechter bij. Shell was ooit de meest populaire werkgever van Nederland, maar die tijden zijn voorgoed voorbij. Aandeelhouders die deze beweging onderkenden, drongen er bij de oliemaatschappijen op aan om te stoppen met investeren en om zoveel mogelijk de vrije kasstroom uit te keren in de vorm van dividend of de inkoop van aandelen. Klein detail is alleen dat we dit jaar met zijn allen een record van 103 miljoen vaten per dag produceren en consumeren.



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

Veel beleggers zijn gestopt met investeren in oliemaatschappijen. Dit zorgt op termijn voor hogere olieprijsen en dat helpt de energietransitie. Tegelijkertijd hebben ze onvoldoende geïnvesteerd in alternatieve energiebronnen. De energietransitie is feitelijk een metalen transitie, maar de komende jaren zal er door gebrek aan investeringen in de mijnbouw onvoldoende metaal zijn om deze transitie mogelijk te maken. Het duurt al snel tien jaar tussen de eerste investeringen en de eerste productie door een mijn. Ook bij de oliewinning zitten er vele jaren tussen de investeringsbeslissing en de uiteindelijke productie.

Nu stijgen de prijzen van veel grondstoffen en opvallend genoeg is ook de Amerikaanse dollar gestegen. Dat komt niet vaak voor,

alleen als er sprake is van een sterke groei van de wereldeconomie in combinatie met historisch lage grondstoffenprijzen. Sinds 2020 stijgen de grondstofprijzen echter. Goud noteert een all-time high, evenals koper. Industriële metalen staan op het hoogste niveau in 15 maanden en ook de olieprijs bevindt zich aan de bovenkant van de bandbreedte van de afgelopen negen jaar.

De post-corona-recessie in de Amerikaanse industrie is voorbij. Nadat de inkoopmanagersindex 16 maanden op rij onder de 50 punten uitkwam, is er nu met een cijfer boven de 50 weer sprake van expansie. Centrale bankiers kopen door de monetaire onrust meer goud, net als Chinese en Japanse particulieren bij gebrek aan alternatieven. De Chinese en de Amerikaanse bouwmarkten beginnen te herstellen en dat zijn de grootste verbruikers van grondstoffen wereldwijd. Naast de energietransitie zijn er ook veel grondstoffen nodig voor infrastructuur. Veel naoorlogse infrastructuur moet worden vernieuwd, de capaciteit van het elektriciteitsnetwerk moet omhoog en de sterk groeiende datacentra verbruiken steeds meer energie om kunstmatige intelligentie aan het werk te zetten. Ondertussen krijgt olie door de ontwikkelingen in het Midden-Oosten een permanente geopolitieke risicopremie.

Belangrijk voor de vraag naar grondstoffen is ook dat opkomende markten een steeds groter deel van de wereldeconomie gaan uitmaken. India is nu waar China twintig jaar geleden stond. Dat betekent dat er ook in India veel infrastructuur moet worden bijgebouwd. De vraag naar auto's stijgt alleen nog vanwege de groeiende middenklasse in opkomende markten. Mensen die enkele jaren geleden alleen maar konden dromen van een auto, kopen nu een auto voor 10.000 dollar van het Chinese BYD Auto. Fossiel aangedreven of elektrisch, die auto gaat rijden en verbruikt veel grondstoffen. ■

# Is the energy transition really happening?

Climate change is the great issue of this century and solving its challenges is the infrastructure investment opportunity of our generation. The energy transition to a decarbonised and electrified society – from a fossil-fuelled one – is central to tackling climate change. The transition is accelerating.

By Mark Gilligan

Annual investments in clean energy will soon be double those of fossil fuels (\$ 1.75 trillion versus \$ 1 trillion in 2023). This shift in annual investment is also reflected in annual power capacity installation where, in 2022, new renewable energy capacity represented 83% of total capacity additions (see Figure 1).

## Renewable energy now cheaper than fossil fuel

The levelised cost of energy is the average cost per unit of energy generated across the lifetime of a new power plant. It includes upfront capital expenditure, intermittency for renewables, and operating costs, which are generally higher for fossil fuelled plants which must continue to purchase fuel, whereas wind and sun are free. Renewable energy now costs less than fossil fuels.

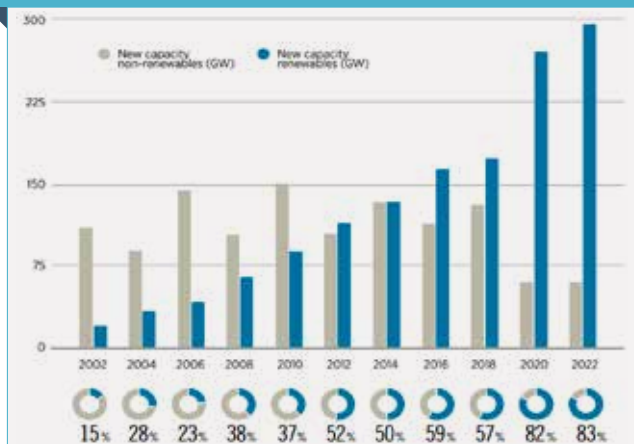
The last decade has been nothing short of spectacular in driving down the costs of renewable energy. Onshore wind and solar photovoltaic



is now cheaper than the low end of the price range for fossil fuels, after allowing for intermittency when the wind doesn't blow and the sun doesn't shine. We do not suggest that the challenge has been fully met, but the data and the trends indicate that ongoing investments in renewable energy generation, electricity grids and energy storage will deliver the energy transition.

One further datapoint deserves consideration. The world economy's primary energy input from fossil fuels, despite remarkable progress in renewable energy, has remained stubbornly constant at over 80% for decades (International Energy Agency, 2024). This statistic demonstrates the importance of distinguishing between primary energy inputs and secondary work outputs, and it's all about efficiency.

**FIGURE 1: ANNUAL POWER CAPACITY INSTALLATIONS (GW/YEAR)**



Source: International Renewable Energy Agency, Dec 2023.

# ‘The benefits of avoiding the worst outcomes of runaway climate change are profound.’

Consider this:

- An average petrol-powered internal combustion engine (ICE) vehicle is around 20% efficient. This means that the primary energy input produces 20% equivalent kinetic energy (the motion of the car), with the remainder lost as heat and noise.
- An average electric vehicle (EV) is 85-90% efficient in converting electrical energy into kinetic energy.

## An electrified economy is more efficient

These statistics are simplified headlines belying a deep underlying complexity related to energy transmission and storage and the significant capital costs of replacing ICE vehicles with EVs. They do, however, demonstrate that an electrified economy has the capacity to be far more efficient than a fossil fuelled economy. Over the medium

term, as our economies are electrified, this means that we should expect to see primary energy input remaining flat before beginning to fall, as less energy input is required for the same level of economic output. This is one of the many economic blessings embedded in the energy transition and suggests that over the course of the next decade, as electrification accelerates, we will see the percentage of primary energy input from fossil fuels begin to decline markedly.

## What it means for investors

The energy transition requires significant investment – around € 4 trillion per annum over the next 25 years – to deliver a decarbonised and electrified world. We believe private capital has a central part to play in delivering this

transformation. Since the global financial crisis, public spending on infrastructure as a share of GDP has steadily declined. This has created a funding gap. Private investments will be needed to close this gap if we are to reach a decarbonised and electrified economy. This offers significant opportunities for private investors.

The data cited demonstrates – and we acknowledge that it is inherently simplified here – that there is cause for optimism that the transition is both deliverable and capable of producing a more efficient and more cheaply powered global economy.

The infrastructure needs are immense, but the benefits of avoiding the worst outcomes of runaway climate change are profound. We will continue to embrace the challenge and the opportunity. ■



**Mark Gilligan**

Head of Infrastructure, Member of the Management, AXA IM Alts

## SUMMARY

The energy transition to an electrified society is central to tackling climate change.

Since 2012, the majority of new annual power capacity installations comes from renewables.

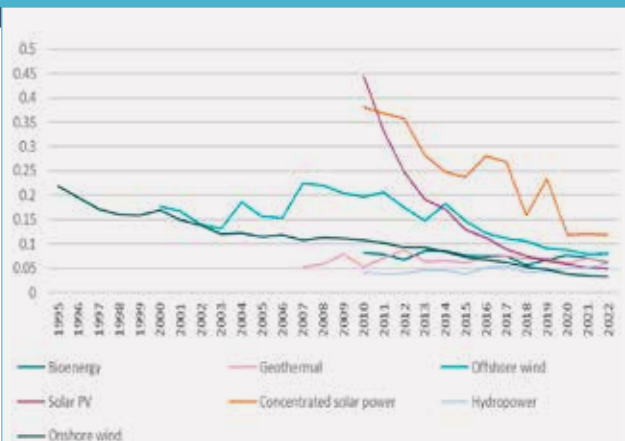
Renewable energy is now cheaper than fossil-fuel energy.

An electrified economy has the capacity to be far more efficient than a fossil fuelled economy.

Primary energy input should soon begin to fall, as less energy input is required for the same level of economic output.

Private capital is essential to continue the acceleration to an electrified and decarbonised economy.

**FIGURE 2: WORLDWIDE LEVELISED COST OF ENERGY (\$/KWH, \$ CONSTANT 2022)**



Source: Our World in Data, Dec 2023

### Disclaimer

Not for Retail distribution: This marketing communication is intended exclusively for Professional, Institutional or Wholesale Clients / Investors only, as defined by applicable local laws and regulation. Circulation must be restricted accordingly.

This text is for informational purposes only and does not constitute investment research or financial analysis relating to transactions in financial instruments as per MIF Directive (2014/65/EU), nor does it constitute on the part of AXA Investment Managers or its affiliated companies an offer to buy or sell any investments, products or services, and should not be considered as solicitation or investment, legal or tax advice, a recommendation for an investment strategy or a personalized recommendation to buy or sell securities.

It has been established on the basis of data, projections, forecasts, anticipations and hypotheses which are subjective. Its analysis and conclusions are the expression of an opinion, based on available data at a specific date. All information in this text is established on data made public by official providers of economic and market statistics. AXA Investment Managers disclaims any and all liability relating to a decision based on or for reliance on this document. All exhibits included in this document, unless stated otherwise, are as of the publication date of this document. Furthermore, due to the subjective nature of these opinions and analysis, these data, projections, forecasts, anticipations, hypothesis, etc. are not necessary used or followed by AXA IM's portfolio management teams or its affiliates, who may act based on their own opinions. Any reproduction of this information, in whole or in part is, unless otherwise authorised by AXA IM, prohibited. Issued by AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS, a company incorporated under the laws of France, having its registered office located at Tour Majunga, 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 92-08, issued on 7 April 1992. In other jurisdictions, this document is issued by AXA Investment Managers SA's affiliates in those countries.



# Navigating the real estate landscape

In the energy transition, the real estate sector has an important role to play. Marie Sardari, Real Estate Managing Director at Tikehau Capital, discusses the evolving role of this asset class in today's markets and explores the opportunities for impactful change and sustainable growth.

*By our editorial team*

## What is the role of real estate in helping the energy transition unfold?

'Real estate has a critical role to play in addressing the necessary and urgent energy transition. Buildings and construction directly and indirectly account for 42% of global energy use and 37% of CO<sub>2</sub> emissions, as highlighted by the latest IPCC report, which underscores the urgency and commitment required to reduce its carbon footprint. At Tikehau Capital, we believe change of use and renovation of existing assets can be a strong lever for reducing carbon emissions. The shortage of energy-efficient buildings represents significant development and reconversion opportunities to meet occupiers' demand.'

## What kind of impact opportunities do you observe in today's market?

'Given the current market conditions and the repricing of real estate assets, there are a lot of impact opportunities as purchase prices are much lower, enabling value-add investors to envisage ESG capex and change of use strategies. We are looking for assets in need of capex in all categories: residential, hospitality, last-mile logistics, central business district offices and secondary offices (for the latter, only to reposition them and change their use). We have defined impact strategies across three key sustainability themes: climate, biodiversity, and inclusion & social well-being. The successful execution of such projects depends on a diverse set of developmental and operational skills to effectively address the acceleration of the sustainability agenda. This necessitates expertise across asset classes and planning, a strong local presence in target markets and an established network of strong operating partners.'

## How did Tikehau Capital's business fare in 2023?

'It was a busy year for our impact strategy, with the implementation of two Spanish residential strategies, the signing of the sales and purchase agreement to convert an office building in Lisbon into a high-end hotel, and the acquisition of Hotel California in Paris, near the Champs-Élysées, for full renovation.'

## In which sector and region should we expect Tikehau Capital to be most active this year?

'Our focus is driven by opportunities rather than specific sectors or typologies. As

## ‘The shortage of energy-efficient buildings represents significant development and reconversion opportunities.’

primarily a value-add investor, we have a keen interest in the hospitality and residential segments. We focus particularly on finding assets which are not well positioned in their market and repositioning them.

This approach has proven successful across Europe, including notable projects such as the conversion of an office building into a residential space in Italy, repurposing another office to light industrial facilities close to Paris, and transforming an old, unoccupied historic building into a five-star hotel in southern Europe.

We are actively exploring opportunities in France, Spain, Portugal, Italy, Germany, the Netherlands, Belgium, and the UK. Our approach remains open-minded and – again – very much opportunity driven.’

### How do you screen opportunities and what are your selection criteria in the current market?

‘We have developed our own selection model to determine, from the outset, if a deal aligns with our fund’s requirements, is economically viable, and can be feasibly executed in a timely manner within our holding period. Upon acquiring a building, we will follow a clear road map with clear objectives in mind, to deliver value within our business plan timeline. In addition to the financial model, we also follow an ESG business plan, which is developed asset by asset. This process can be quite complex, because there are many factors which we need to consider.

We manage several sustainability-focused strategies, such as our SFDR 9 value-add impact strategy. When we launched this strategy back in 2018, it was more difficult to explain to investors, banks and tenants what we had in mind. However, now the trend is global, with more sophisticated interlocutors. With the latest vintage of this

strategy, our aim is to reposition assets while improving their energy consumption, carbon emission levels and social impact, with special attention to biodiversity.

On the climate side, this involves measures ranging from improving the insulation of the building to changing the source of heating. In one of our hotels, we formed a partnership with a local association, to distribute uneaten breakfast items to the local community, thereby improving its social impact. These are just examples: the way to have climate and social measurable impact can vary and be remarkably diverse depending on location, asset typology, and whether we are actively carrying out works on them or managing them without capital expenditure.’

### How difficult is it to acquire assets for conversion now?

‘It’s possible to buy an obsolete building at a significant discount in the current market. An obsolete office can be repurposed to hospitality, residential, student housing, co-living or build-to-rent assets, among others. We are also interested in upgrading offices to improved workspaces, because there should be a continued demand for such spaces, if well-located. We are in the process of finalising such a project and have noticed a strong appetite from occupiers.

Conversions can be challenging, because they require securing the right price from the outset, along with a clear business plan that addresses planning and technical complexities, as well as a feasible exit strategy. We are currently navigating a period of significant change, with shifting demographics and evolving sustainability requirements, necessitating constant adaptation. However, some sellers are still anchored in the past, expecting prices that do not reflect the current state of the market.’ ■

#### Disclaimer

This article prepared by Tikehau Capital does not meet the legal requirements designed to promote impartial analysis. It does not constitute an offer to sell securities or investment advisory services. This document contains general information only and is not intended to represent general or specific investment advice. Communication of any document or information relating to the investment funds managed by Tikehau Investment Management and mentioned in this document is limited or restricted in certain states or jurisdictions. These investment funds may be reserved for professional and knowledgeable investors. This document is not intended to be communicated to and may not be relied upon by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to applicable law or regulations. This document has not been verified or approved by a supervisory authority. Past performance is not a reliable indicator of future results and targets are not guaranteed. Certain statements and forecasts are based on current expectations, current market and economic conditions, estimates, projections, and opinions of Tikehau Capital and/or its affiliates. Due to various risks and uncertainties, actual results may differ materially from those reflected or anticipated in these projections or in any of the case studies or forecasts. All references to Tikehau Capital’s advisory activities in the United States or with respect to US persons refer to Tikehau Capital North America. Unless otherwise stated, the data contained in this document are those known as of 31 December 2021. A decision to invest in a fund should be made only after a careful and thorough review of the documentation and after consulting with an appropriate professional. Tikehau Capital shall not be held liable for any decision made on the basis of this document.



**Marie Sardari**

Real Estate Managing Director,  
Tikehau Capital

Want to know more?  
Please contact:

**Sjoerd Lont,**  
Executive Director  
slont@tikehaucapital.com

**Bart Mathijssen,**  
Executive Director  
bmathijssen@tikehaucapital.com

## SUMMARY

The real estate sector stands at the forefront of the energy transition, with buildings accounting for a significant portion of global energy use and CO<sub>2</sub> emissions.

Change of use and repositioning could present a sophisticated solution to mitigate carbon emissions.

The current market conditions can offer compelling opportunities for such initiatives.

Southern Europe is considered to hold particularly attractive potential, along with hospitality and residential opportunities.

Obsolete offices or existing buildings can serve as interesting starting points for implementing successful impact strategies.

# When does black gold lose its lustre?

More and more energy companies assume that global hunger for energy will continue to be fed by fossil fuels, while there are clear signs of a long-term decline for fossil fuels. Can strategies focussing on fossil fuels really be successful on the capital market in the long term?

By *Angela Quiroga and Karsten Holetzke*

At the end of 2023, the oil and gas company Chevron announced that it would pay \$ 53 billion to acquire its competitor Hess. ExxonMobil even wants to spend around \$ 60 billion on the acquisition of Pioneer National Resources. These examples show that the momentum in the global energy sector is high. Oil and gas companies are currently expanding their traditional fossil fuel extraction and production capacities again. The rationale behind such major investments? Not only industry heavyweights such as Chevron and ExxonMobil are evidently assuming that demand for oil and gas will remain strong. More and more energy companies around the world share the conviction that the global



hunger for energy will continue to be fuelled to a large extent by fossil fuels in the future.

But can strategies focussing on fossil fuels really be successful on the capital market in the long term? Do short-term opportunities for returns outweigh the impending entrepreneurial risks associated with a decline in demand for oil in the coming years? The key question here is: when exactly will the turning point in oil consumption, or peak oil, be reached?

### **If not now, then when?**

The scenario of a trend reversal in demand for oil – but also for other fossil fuels such as gas – has already been outlined several times in the past. However, global demand for fossil fuels is still rising continuously. In its forecast from 2023, the International Energy Agency (IEA) sees a turning point on the horizon.

For oil in particular, the IEA expects demand to stop rising towards the end of this decade and instead to see a structural trend reversal. There are several important reasons for this expected trend reversal.

In the fight against climate change and to limit the rise in global temperatures, the global goal of climate neutrality must be achieved, as set out in the binding targets of the Paris Climate Agreement. Oil and gas companies in particular have a duty to implement the necessary CO<sub>2</sub> reduction targets. The energy sector is still one of the largest CO<sub>2</sub> emitters in the world and contributes significantly to climate change through the emissions attributable to it.

The urgency of achieving these reduction targets is increasing. This is because the serious consequences and costs of climate change are becoming ever more

**‘Stranded assets represent an economic sword of Damocles.’**

apparent. They are placing an increasing burden on economic stability, infrastructure facilities and functioning healthcare systems in the affected regions and countries.

In addition, triggered by the war in Ukraine, the security of supply and sources of fossil fuels have been scrutinised and adapted in many countries around the world. On the other hand, the expansion of renewables has been increased to reduce dependency on national energy supplies in the future.

Improved energy efficiency, technological advances in industrial processes – such as the production of ‘green’ steel – and changes in consumer behaviour will also contribute to a long-term decline in demand for fossil fuels. Examples include the growing appeal of electric vehicles in the automotive sector and the increased use of heat pumps and solar systems in buildings and homes.

The adjustment processes outlined above, which have already begun, represent a challenge for the future economic development of oil and gas companies on their own, but above all in combination. This is because the impending decline in demand for fossil energy sources triggered by this will have a fundamental impact on price, sales, and ultimately profit development in the entire energy sector. For companies in the sector, this also means that their costly and long-term investment projects may be at risk of losing value or even totalling in some cases. So-called stranded assets represent an economic sword of Damocles for past

and current investments by oil and gas companies in the coming years.

### Peak oil scenario requires transformation pioneers

The risks of structural declines in demand and future unprofitable business areas in the energy sector are hugely relevant on the capital market, and therefore also for asset managers. As trustees, asset managers are required to analyse and take account of these risks in their investment decisions on a case-by-case basis. Especially after the peak in demand for oil, it is crucial for asset managers to select those companies for investment that are best prepared for the changed, more difficult conditions.

The focus in this regard is on companies that are as CO<sub>2</sub>-efficient as possible in the extraction and production of traditional fossil fuels in the long term and have a comparative cost advantage over their competitors in this respect.

What is even more important in the analysis is that the companies under review clearly demonstrate a willingness to transform their traditional product portfolio. To do this, companies must have credible CO<sub>2</sub> reduction targets that include climate neutrality in line with the Paris Climate Agreement. This requires a new focus on investment spending in sustainable business areas. Above all, this involves increased spending on low-CO<sub>2</sub> alternative forms of energy generation. Examples of this include the development and expansion of a product portfolio in the wind and solar sectors or

the expansion of traditional petrol stations to include modern electric charging stations.

For asset managers, this analysis raises an important timing issue regarding future positioning in the energy sector. On the one hand, it is necessary to disinvest in good time from companies that have high stranded asset risks and whose ecological footprint is also a burden from a cost perspective. On the other hand, the individual exit time from the individual oil and gas companies must be selected in such a way that possible performance losses in the portfolios are minimised. In this area of tension, asset managers with a clear, future-oriented investment strategy can succeed in limiting risks from a peak oil scenario in their investments, and at the same time identify transformation pioneers. In this way, asset managers also make an important contribution to the transformation of the oil and gas sector as a whole, which is necessary from a climate perspective. ■

#### Legal Notice

The information contained in this document should not be considered as an offer, or solicitation, to deal in any of the funds or services mentioned herein, by anyone in any jurisdiction in which such offer or solicitation would be unlawful or in which the person making such offer or solicitation is not qualified to do so or to anyone to whom it is unlawful to make such offer or solicitation. The content of this document does not constitute a recommendation to act and is not intended to substitute personal and technical investment and taxation advice. All information stated in this document was carefully selected to the best of our knowledge, but was not verified. No guarantee can be given that the document is up to date, accurate and complete. For detailed product-specific information and indications on the risks of the Funds mentioned in this document, please refer to the latest Sales Prospectus, contractual terms, Key Investor Information Document, and the annual and semi-annual reports, which you can obtain, from [www.union-investment.com](http://www.union-investment.com). These documents form the sole binding basis for the purchase of Union Investment funds. No liability whatsoever is accepted for any disadvantages arising directly or indirectly from the distribution or use of this document or its contents. READ THE PROSPECTUS BEFORE INVESTING. Contact: Union Investment Institutional GmbH, Weissfrauenstrasse 7, 60311 Frankfurt/Main, Germany, tel. +49 69 2567-7652. Unless otherwise stated, all information, descriptions and explanations are dated 20 May 2024.



**Angela Quiroga**

Senior ESG Analyst,  
Union Investment



**Karsten Holetzke**

Senior Client Relationship  
Manager, Union Investment

## SUMMARY

Existing dependencies on oil and gas still support the development of the fossil energy sector.

Ambitious climate targets, technological progress, and the quest for a secure energy supply form the basis of a peak oil scenario in the energy sector.

Asset managers must take the resulting upheavals into account when timing their oil and gas investments.

# Bevindt de waterstofmarkt zich op een kantelpunt?

Recente ontwikkelingen doen vermoeden dat het tij voor waterstof aan het keren is. Meer overheden committeren zich aan waterstofprojecten en technologische doorbraken verlagen de productiekosten van waterstof.

Door Roel Houwer

In de wereld van duurzame energie wordt waterstof al lange tijd gezien als een gamechanger, een veelzijdige brandstof met het potentieel om meerdere sectoren te verduurzamen. Ondanks deze belofte zijn er op de weg naar grootschalige toepassing van schone waterstof veel uitdagingen. Stijgende financieringskosten en logistieke problemen hebben de voortgang van nieuwe projecten belemmerd, waardoor de waterstofsector moeite heeft om terrein te winnen. Toch doen recente ontwikkelingen vermoeden dat het tij mogelijk aan het keren is. Meer overheden committeren zich aan waterstofprojecten en technologische door-

braken verlagen de productiekosten van waterstof.

Hoewel waterstof zelf voor het blote oog onzichtbaar is, wordt een kleurenpalet gebruikt om de verschillende productiemethoden en milieu-implicaties van de productie ervan weer te geven. Grijs waterstof, afkomstig van fossiele brandstoffen zonder CO<sub>2</sub>-opslag, wordt geleidelijk uitgefaseerd ten gunste van de minder CO<sub>2</sub>-intensieve blauwe waterstof – geproduceerd in combinatie met het afvangen en opslaan van CO<sub>2</sub>, en groene waterstof – gegenereerd met duurzame energie door middel van elektrolyse en dus CO<sub>2</sub>-vrij. Bovendien voegt de

ontdekking van natuurlijke waterstofreserves, aangeduid als witte waterstof, een nieuwe dimensie toe aan de veranderende waterstofsector.

## Toezeggingen van overheden en dalende kosten

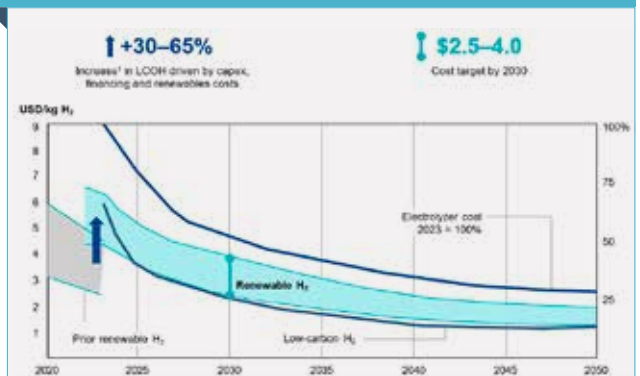
Een van de belangrijkste indicatoren van het toenemende belang van groene waterstof is het groeiende aantal overheden dat zich hieraan committeert, zowel met het financieren van projecten als het faciliteren van de waterstofmarkt en infrastructuur. Nu veel landen ambitieuze klimaatdoelstellingen nastreven en de overgang maken naar duurzame energiebronnen, is waterstof naar voren gekomen als een mogelijk sleutelement in de energietransitie. Een goed voorbeeld is het Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) van de Europese Unie, dat heffingen oplegt bij de import van CO<sub>2</sub>-intensieve producten en het gebruik van schone waterstof in moeilijk te verduurzamen

sectoren zoals staalproductie stimuleert. De erkenning van de cruciale rol van waterstof werd ook benadrukt tijdens de COP28-klimaatop, waar overheden het belang onderstreepten van een snelle opschaling van de waterstofproductie. Schone waterstof biedt een schaalbare en kostenefficiënte oplossing voor het CO<sub>2</sub>-vrij maken van vervuilende industrieën zoals staal, luchtvaart en maritiem transport. De toepassing strekt zich uit voorbij alleen de toepassing als brandstof en omvat bijvoorbeeld ook energieopslag en transport over lange afstanden. Hiermee positioneert waterstof zich als de hoeksteen van de toekomstige energiemarkt.

## Uitdagingen uit het verleden

Ondanks het potentieel wordt de weg naar de waterstofeconomie gekenmerkt door uitdagingen. Stijgende kosten, verergerd door inflatie, hebben aanzienlijke barrières opgeworpen voor de levensvatbaarheid van

FIGUUR 1: ONTWIKKELING VAN DE GEËGALISEERDE KOSTEN VAN WATERSTOF



(1) Verhoging van middelpunt tot middelpunt. Productiekosten voor waterstof met een lage uitstoot voor 2023 zijn uitgesloten vanwege sterke schommelingen in de prijs van aardgas, waardoor een betekenisvolle vergelijking wordt bemoeilijkt. De prijzen van aardgas blijven de kosten van waterstof met een lage uitstoot opdrijven Kernveronderstellingen: Jaarlijkse productie van 1 megaton waterstof; Dedicated zonne-PV- en windcapaciteit 'achter de meter' die input is voor de elektrolyser.

Bron: McKinsey Capital Analytics; Survey of Hydrogen Council Member FEED studies

‘Waterstof kan tot 2050 cumulatief mogelijk 80 gigaton aan CO<sub>2</sub>-uitstoot helpen vermijden.’



## ‘Waterstof positioneert zich als de hoeksteen van de toekomstige energiemarkt.’

waterstofprojecten. De Global Hydrogen Review 2023 van het Internationaal Energieagentschap (IEA) benadrukte hoe zelfs lichte stijgingen in kapitaalkosten projectuitgaven aanzienlijk kunnen opdrijven, waardoor veel initiatieven economisch onhaalbaar worden.

Het macro-economische landschap lijkt echter te veranderen. Met de afnemende inflatie en een aantal grote economieën en ondersteunend overheidsbeleid wordt aan belangrijke voorwaarden voor lagere productiekosten van waterstof voldaan. Verwachte verlagingen van de rente bieden verlichting van financieringskosten, terwijl regelgevende initiatieven, zoals belastingkortingen voor productie en mandaten voor schone energie, verdere impulsen geven voor investeringen. De continuïteit van deze positieve trend op financiële markten is onzeker en hangt af van verschillende factoren. Deze kan dus niet gegarandeerd worden.

### Technologische vooruitgang en projectpijplijn

Kijkend naar de toekomst is technologische innovatie de sleutel tot het ontsluiten van het volledige potentieel

van groene waterstof. Vooruitgang in elektrolyse-technologie, gecombineerd met schaalvoordelen en dalende kosten van hernieuwbare energie, zal tegen 2030 de kosten van waterstofproductie naar verwachting aanzienlijk kunnen verlagen. Deze ontwikkelingen worden weerspiegeld in een groeiende projectpijplijn, met meer dan 1.400 aangekondigde initiatieven wereldwijd, waaronder elektrolyse- en infrastructuurprojecten.

De Hydrogen Council schat dat deze inspanningen tezamen aanzienlijke emissiereducties kunnen opleveren, waarbij waterstof tot 2050 cumulatief mogelijk 80 gigaton aan CO<sub>2</sub>-uitstoot kan helpen vermijden. Het behalen van deze doelstellingen is echter afhankelijk van een snelle opschaling van de productiecapaciteit en dit vereist substantiële investeringen en ondersteunende regelgeving.

### Potentiële nieuwe markt: natuurlijke waterstof

De zoektocht naar schone waterstof heeft zich opmerkelijk genoeg inmiddels zelfs uitgebreid naar plekken waar men eerder niet verwachtte dat het zou voorkomen. Recente vondsten in bijvoorbeeld Frankrijk hebben aangetoond dat natuurlijke waterstof, ook wel bekend als witte waterstof, in aanzienlijke hoeveelheden kan voorkomen. Dit heeft geresulteerd in een golf van nieuwe exploratie-initiatieven naar en investeringen in witte waterstof. Indien succesvol kan witte waterstof een kostenefficiënt alternatief bieden voor op elektrolyse gebaseerde

productiemethoden voor groene waterstof.

Kortom, de waterstofsector bevindt zich in een cruciale fase van ontwikkeling. Versterkt door toezeggingen van overheden, technologische vooruitgang en een groeiend aantal waterstofprojecten, komt waterstof naar voren als een veelzijdige, schaalbare (deel)oplossing voor de uitdagingen van de energietransitie. Hoewel uitdagingen blijven bestaan en de toekomstige macro-economische omgeving onzeker is, bieden deze ontwikkelingen mogelijk goede vooruitzichten voor degenen die willen beleggen in waterstof. ■



**Roel Houwer RBA**  
Senior Product Manager,  
VanEck

#### Disclaimer

**BELANGRIJKE INFORMATIE:** Dit is een marketingmededeling. Raadpleeg het prospectus van de UCITS en het essentiële-informatiedocument voordat u definitieve beleggingsbeslissingen neemt. Deze informatie is afkomstig van VanEck (Europe) GmbH, die is aangesteld als distributeur van VanEck-producten in Europa door de Beheermaatschappij VanEck Asset Management B.V., opgericht naar Nederlands recht en geregistreerd bij de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM), VanEck (Europe) GmbH, met als vestigingsadres: Kreuzbacher Str. 30, 60486 Frankfurt, Duitsland, is een financiële dienstverlener die onder toezicht staat van BaFin, de Duitse toezichthouder voor de financiële markten. De informatie is uitsluitend bedoeld om beleggers te voorzien van algemene en voorlopige informatie en mag niet worden opgevat als beleggings-, juridisch of fiscaal advies. VanEck (Europe) GmbH, VanEck Switzerland AG, VanEck Securities UK Limited en hun verbonden en gelieerde bedrijven (samen 'VanEck') wijzen elke aansprakelijkheid van de hand met betrekking tot beslissingen die de belegger op basis van deze informatie neemt ten aanzien van het kopen, verkopen of aanhouden van beleggingen. De visies en meningen die hier worden gegeven, zijn die van de auteur(s) en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met die van VanEck. De meningen zijn actueel op de datum van publicatie en kunnen worden aangepast op basis van veranderende marktomstandigheden. Bepaalde verklaringen in dit artikel kunnen ramingen, voorspellingen en andere op de toekomst gerichte verklaringen zijn die niet overeenkomen met de werkelijkheid. Wij achten de informatie die afkomstig is van derden, betrouwbaar. Deze informatie is echter niet onafhankelijk gecontroleerd. De nauwkeurigheid en volledigheid ervan kunnen daarom niet worden gegarandeerd. Er kunnen broker- of transactiekosten in rekening worden gebracht. VanEck Asset Management B.V., de beheermaatschappij van VanEck Hydrogen Economy UCITS ETF (de 'ETF'), een subfonds van VanEck UCITS ETFs plc, is een UCITS-beheermaatschappij onder Nederlands recht en is geregistreerd bij de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). De ETF is geregistreerd bij de Central Bank of Ireland, wordt passief beheerd en volgt een aandelenindex. Beleggen in de ETF betreft de aankoop van aandelen van de ETF en niet de aankoop van de onderliggende activa. Beleggers moeten het prospectus en de essentiële beleggersinformatie raadplegen voordat ze in een fonds gaan beleggen. Deze documenten zijn kosteloos in het Engels verkrijgbaar via [www.vaneck.com](http://www.vaneck.com) en op aanvraag bij de beheermaatschappij. De essentiële beleggersinformatie is in voorkomende gevallen ook verkrijgbaar in enkele andere talen. Niets in dit materiaal mag in welke vorm dan ook worden veelevoudigd en er mag ook niet naar worden verwezen in andere publicaties zonder de uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van VanEck.

Zie ook [www.vaneck.com/nl/nl/beleggen-in-waterstof/](http://www.vaneck.com/nl/nl/beleggen-in-waterstof/), [www.vaneck.com/nl/nl/waterstof-etf/](http://www.vaneck.com/nl/nl/waterstof-etf/), [www.vaneck.com/nl/nl/investments/hydrogen-etf/overzicht/](http://www.vaneck.com/nl/nl/investments/hydrogen-etf/overzicht/)

## IN HET KORT

In de wereld van duurzame energie wordt waterstof al lange tijd gezien als een gamechanger, een veelzijdige brandstof met het potentieel om uiteenlopende sectoren te verduurzamen.

Stijgende financieringskosten en logistieke problemen hebben de voortgang van nieuwe projecten belemmerd, waardoor de waterstofsector moeite heeft om terrein te winnen.

Toch doen recente ontwikkelingen vermoeden dat het tij mogelijk aan het keren is.

Meer overheden committeren zich aan waterstofprojecten en technologische doorbraken verlagen de productiekosten van waterstof.

# Tekort aan kapitaal voor energietransitie

Door Hans Amesz Fotografie Joep van Drunen



De Europese markt voor hernieuwbare energie zal in 2030 naar schatting een omvang hebben van meer dan € 1.000 miljard. Dat biedt kansen voor beleggers. Maar onder andere door de hogere rentes en toenemende duurzaamheidsrisico's wordt het voor investeerders in de energietransitie tegelijkertijd uitdagender om de goede rendementen uit het verleden te behalen.

#### Wat en waar zijn de beste investeringsmogelijkheden binnen de energietransitie?

**Richard Braakenburg:** 'De energietransitie zou wat ons betreft moeten beginnen met het verbeteren van de efficiëntie van het energieverbruik. Dat vereist investeringen in infrastructuur, energie-efficiëntie, de essentiële diensten achter de meter. Daar liggen aantrekkelijke kansen.'

**Angeles Toledo:** 'De beste kansen hangen af van de risicobereidheid en het risico-profiel van de investeerders en de verschillende belanghebbenden. Het is duidelijk dat de energietransitie mooie kansen biedt voor pensioenfondsen. Vanuit een core of laag risicoprofiel hebben we in zon- en wind-renewables geïnvesteerd. Voor ons is één ding duidelijk: alle stakeholders hebben een rol om het mogelijke te doen om de energietransitie te versnellen. Vanwege de klimaatverandering hebben we oplossingen nodig.'

**Paul O'Donnell:** 'Wij schatten dat de Europese markt voor hernieuwbare energie in 2030 ruwweg meer dan een biljoen euro zal bedragen. Dat kapitaal moet uit de private sector komen en het is belangrijk dat investeerders die meedoen aan de energietransitie beloofd worden voor het risico dat ze nemen.'

**Rosheen McGuckian:** 'Er zijn genoeg mogelijkheden om in de energietransitie te investeren. Aan de basis van dit alles

ligt nog steeds de opwekking van schone elektriciteit, het transport van die elektriciteit via het elektriciteitsnet en de opslag ervan.'

**Mark Gilligan:** 'De energietransitie is niet beperkt tot iets rond zonne- en wind-energie, maar heeft invloed op alles. De investeringsmogelijkheden strekken zich uit van digitaal tot transport, sociale infrastructuur en nutsvoorzieningen, of het nu gaat om de bouw ervan of om decarbonisatie.'

**Bart van Merriënboer:** 'De uitdaging voor ons is om investeerders naar de beste mogelijkheden te leiden en een balans te vinden tussen de lange en korte termijn. Wij beschouwen zonne- en windenergie als essentieel, maar bijvoorbeeld energie-opslag in batterijen en groene waterstof zijn ook belangrijk.'

**Jocelyn Dioux:** 'Het gaat erom een evenwichtige en gediversifieerde portefeuille te creëren door assets en bedrijven met verschillende risico's en rendementen te combineren. Uiteraard zal het meeste kapitaal worden gealloceerd naar de productie van hernieuwbare energie en transport. Dit biedt ook kansen voor opslag.'

**Jules Koekkoek:** 'Wij beleggen vooral namens verzekeringsmaatschappijen en hebben ons gericht op infrastructuur debt en daarbinnen op schaalbare beleggingen voor bewezen technologie.'

**Albena Vassileva:** 'Als investeerder zien we kansen in vier belangrijke segmenten: hernieuwbare energieopwekking, elektrificatie, duurzame brandstoffen, en CO<sub>2</sub>-opslag en transport. Het eerste segment vormt de kern van onze portefeuille, omdat het ook de meest volwassen sector is. We boeken echter al goede vooruitgang op het gebied van duurzame brandstoffen en bestuderen de markt voor CO<sub>2</sub>-beheer.'

**Hoe kunnen de hoogste rendementen worden bereikt in de greenfield-ontwikkeling van renewables met behoud van een gediversifieerde risico-exposure?**  
**Braakenburg:** 'Een van de manieren om alpha te genereren bij het nemen van >

#### Voorzitter:

**Sebastiaan Ranner,**  
MN

#### Deelnemers:

**Richard Braakenburg,**  
SUSI Partners  
**Jocelyn Dioux,**  
Mirova (onderdeel van  
Natixis Investment Managers)  
**Mark Gilligan,**  
AXA IM Alts  
**Jules Koekkoek,**  
Aegon Asset Management  
**Rosheen McGuckian,**  
NTR (namens Legal &  
General Investment  
Management)  
**Bart van Merriënboer,**  
a.s.r. real assets investment  
partners  
**Paul O'Donnell,**  
Schroders Capital  
**Angeles Toledo,**  
Blue Sky Group  
**Albena Vassileva,**  
IFM Investors



#### VOORZITTER

#### Sebastiaan Ranner

Sebastiaan Ranner is Principal Portfolio Manager Private Equity & Infrastructure bij MN, waar hij sinds 2007 werkzaam is. Hij is ook lid van de adviesraad van verschillende wereldwijde private equity- en infrastructuurfondsen. Daarnaast ligt zijn focus op impactinvesteringen op het gebied van Energietransitie, Innovatie, Gezondheidszorg en Circulaire Economie. Vóór MN werkte Ranner bij Holland Corporate Finance, ING Real Estate en ABSA Bank in Zuid-Afrika.



**Richard Braakenburg**

Richard Braakenburg is Co-CIO van SUSI Partners, waar hij in 2020 aantrad om leiding te geven aan de energieopslagstrategie van het bedrijf. In 2021 nam hij het beheer van de bredere OESO-aandelenactiviteiten over en sinds eind 2023 is hij Co-CIO. Eerder was hij Chief Financial Officer bij Pivot Power en Senior Vice President, Distributed Energy & Onshore Renewables, bij Macquarie Green Investment Group.



**Jocelyn Dioux**

Jocelyn Dioux is sinds 2019 Investment Director en stemgerechtigd lid van het beleggingscomité van Mirova. In zijn rol zoekt, voert en beheert hij asset- en bedrijfstransacties in Europa, met een focus op Frankrijk, Oost- en Noord-Europa. Eerder werkte hij voor KPMG TS, Rive PI en 123 IM, waar hij zich toeleegde op de energietransitiesector.



**Mark Gilligan**

Mark Gilligan is Head of Infrastructure bij AXA IM - Real Assets en is daar verantwoordelijk voor de ontwikkeling van het aanbod van infrastructuur aandelen. Voordat hij daar in 2016 in dienst trad, was hij werkzaam bij UBS Asset Management als Head of European Infrastructure. Daarvoor werkte hij tien jaar als advocaat in Sydney, Australië. Eerder was hij technisch geoloog.



**Jules Koekkoek**

Jules Koekkoek is Senior Portfolio Manager in het Private ABS and Infrastructure team, onderdeel van het Alternative Fixed Income team van Aegon Asset Management. De afgelopen jaren werkte hij in vergelijkbare rollen bij a.s.r. en ACTIAM. Eerder vervulde hij diverse rollen in fixed income bij Lehman, UBS en Citi, en bij de Pension Advisory Group van Goldman Sachs.



**Rosheen McGuckian**

Rosheen McGuckian is sinds 2013 CEO van NTR. Zij heeft een PhD in Change Management van Dublin City University en werd in 2023 verkozen tot 'Woman of influence' in infrastructure private funds. Eerder was zij genomineerd als een van de Top 25 in de Global Women's Power List en Top 50 in de Global Green Fund Power List.



**Bart van Merriënboer**

Bart van Merriënboer is Senior Portfoliomanager Infrastructuur bij a.s.r. real assets investment partners. Sinds 2007 houdt hij zich bezig met de selectie, monitoring en implementatie van vermogensbeheerders en portefeuilleconstructie en portefeuillebeheer voor institutionele beleggers. Hij houdt zich voornamelijk bezig met private equity en infrastructuur, maar ook met privaat vastgoed en verschillende private debt-strategieën. Van Merriënboer is ruim 30 jaar werkzaam in de financiële industrie.



**Paul O'Donnell**

Paul O'Donnell is Portfolio Manager van Schroders Capital Greencoat Renewables. Met meer dan 20 jaar ervaring, waarvan 17 in duurzame energie, specialiseert hij zich sinds 2009 in wind- en zonne-energie bij Schroders Greencoat LLP, waar hij sinds 2016 Partner is. Voordien werkte hij bij Libertas Capital, een investeringsbank voor duurzame energie, en PwC Ireland.



**Angeles Toledo**

Angeles Toledo is Team Lead Sustainable Investments (ESG) Advisors bij Blue Sky Group. Eerder was ze Lead Fund Manager van het Triodos Groenfonds. In 2022 en 2023 is Toledo erkend als een van de Top 50 Women in Sustainable Finance in Nederland. Voor haar rol in de energietransitie ontving ze in 2021 in Londen de prijs Women Smart Energy Award category Finance.



**Albena Vassileva**

Albena Vassileva is Executive Director Infrastructure bij IFM Investors en daar actief betrokken bij de energietransitie-initiatieven. Tot nu toe is ze betrokken geweest bij de overnames van Naturgy en SQ Renewables, en bij de besturen van Anglian Water en Veolia Poland. Eerder gaf Vassileva leiding aan het M&A Advisory-team voor Energie bij ABN AMRO Bank en was zij Managing Director bij Advent International, en Senior Investment Manager bij ABN AMRO Capital.

**'Alle stakeholders hebben een rol om het mogelijke te doen om de energietransitie te versnellen.'**

voorzichtige en selectieve greenfield-risico's is door te kijken naar landen waar echt een tekort bestaat aan kwaliteitsproducten en binnen die landen ook naar regio's te kijken. We hebben ons bijvoorbeeld bewust gericht op het noorden van Italië en niet op het zuiden. We kijken ook naar andere landen, waaronder Frankrijk en Polen. We zorgen ervoor dat de onderliggende portefeuille van ontwikkelingsprojecten goed gediversifieerd is, waardoor het risico van selectieve greenfield-ontwikkeling goed gemanaged kan worden.'

**Dioux:** 'De manier waarop wij investeren en ontwikkelingsrisico's nemen moet natuurlijk een foutenmarge bevatten voor de totale portefeuille. Anders heb je een hoger risico en een hoger rendement, maar dat is niet het doel van onze fondsen. We hanteren een statistische benadering voor een breed scala aan assets, aangezien niet alle projecten de ready-to-built status zullen bereiken.'

**Koekkoek:** 'Een belangrijk aandachtspunt voor ons is: wie is de sponsor? Zeer grote sponsors zijn in staat om effectief projectmanagement uit te voeren en oplossingen te vinden voor technische problemen en andere zaken, maar kunnen ook, als het nodig is, aanvullend eigen vermogen inbrengen. Voor ons is het van belang om top tier sponsors te hebben als we ontwikkelingsrisico nemen.'

**McGuckian:** 'Wij werken meestal met projecten die al in een betrekkelijk laat stadium van ontwikkeling zijn. Wij hebben een intern team om de projecten zelf te ontwikkelen of via ontwikkelingsovereenkomsten. Ik ben het ermee eens dat je een gediversifieerde portefeuille moet hebben. Hoe je diversifieert? Dat doe je per jurisdictie, per technologie en per regio binnen een jurisdictie. Dat is de manier waarop wij het benaderen.'

**Van Merriënboer:** 'Voor onze klanten zoeken we naar een optimale inrichting van een portefeuille. Wij selecteren voor hen een combinatie van greenfield en brownfield assets die het beste bij hun profiel past.'

**Vassileva:** 'Veel investeringen in de energietransitie zijn afhankelijk van

## 'Ervaren investeerders zijn in het voordeel, omdat die al tientallen jaren ervaring hebben met het voltooiën van grote en complexe greenfield-projecten.'

greenfield-projecten doordat er een enorme hoeveelheid nieuwe materiële assets moet worden gecreëerd. Hier zijn ervaren investeerders in het voordeel, omdat die al tientallen jaren ervaring hebben met het voltooiën van grote en complexe greenfield-projecten. Zo hebben wij met onze traditionele infrastructuurportfolio veel expertise opgebouwd in grootschalige greenfield-projecten op het gebied van traditionele energie en transport. Deze ervaring is behouden gebleven binnen het investeringsteam, waardoor de geleerde lessen en de professionele netwerken benut kunnen worden in de energietransitiesector.'

### Hoe generer je alpha-rendementen in de energietransitie?

**Gilligan:** 'Bij de energietransitie gaat het niet meer alleen om het opwekken van elektriciteit, maar om het leveren van diensten aan het elektriciteitsnet en het voldoen aan de behoeften van de economie. We gaan over naar een commerciële toekomst en dat vereist een omslag in mentaliteit en denken om gericht te zijn op inkomsten.'

**Braakenburg:** 'Door te kijken naar verschillende markten en die te vergelijken met projecten in Europa met een min of meer gelijk risicoprofiel, kan je een soort aantrekkelijke relatieve waarde vinden. We moeten steeds meer gaan nadenken over regio's en niet alleen in grote blokken.'

**Dioux:** 'Er is natuurlijk geen magische formule om alpha te genereren, iedereen heeft zijn eigen strategie. Wij proberen niet te afhankelijk te zijn van macro- of externe factoren die we niet kunnen controleren, zoals bijvoorbeeld regelgeving en hoop op compressie van de IRR. We richten ons voornamelijk op het >

middensegment van de markt, waar we op dit moment de meeste kansen zien in Europa. Onze strategie is driedelig: selectief zijn bij het betreden van de markt waarbij we prioriteit geven aan lange-termijnpartners, vroeg de markt opgaan, en werken aan de performance van de portefeuille.’

**Toledo:** ‘Tot nu toe hebben we goede rendementen gezien voor onze investeringen in de energietransitie. Maar we zitten nu in een fase van de economische cyclus waarin bepaalde dingen moeilijker lijken te worden. Onder andere door de hogere kosten, inflatie, hogere rentes en toenemende duurzaamheidsrisico’s wordt het uitdagender om de rendementen uit het verleden te halen. En dat terwijl een laag risicoprofiel, weinig leverage en beperkte ontwikkelingsrisico’s juist alpha zouden moeten genereren. Daarnaast komt de regelgeving er nog bij, alsmede milieu- en sociale aspecten die steeds relevanter lijken te worden. Al die aspecten moeten meegenomen worden als toenemende risico’s.’

**McGuckian:** ‘Wat betreft de rendementen, die zijn juist aan het verbeteren. Dat is een direct gevolg van een tekort aan kapitaal voor de hoeveelheid projecten die gebouwd moeten worden, evenals rendementen op aandelen die in lijn met rentetarieven stijgen. De prijzen van langlopende stroomcontracten gaan in lijn met de hogere kosten van de toeleveringsketen omhoog. Investeerders zijn tegenwoordig veel selectiever dan ze zo’n twee jaar geleden hadden moeten zijn.’

**Koekkoek:** ‘Wij zijn investeerder in leningen met variabele rentes. Onze beleggers profiteren daarom van de

stijging van de rente. Het heeft even geduurd voordat de rendementen op het eigen vermogen zijn aangepast, maar de aantrekkelijkheid is in vergelijking met twee, drie jaar geleden nog steeds verschoven naar leningen.’

**McGuckian:** ‘Ik zie dat er veel vreemd vermogen wordt aangetrokken in de sector. Desondanks zijn er zeker nogal wat gebieden waar je nog steeds debt kan inzetten tegen concurrerende tarieven.’

**Gilligan:** ‘De hoeveelheid investeringskansen in de energietransitie breidt zich sneller uit dan de instroom van kapitaal. De echte kansen zijn, denk ik, in de komende tien jaar in het voordeel van kapitaal. De investeringen in groene hernieuwbare energie bedragen nu naar schatting € 1,75 biljoen en groeien door. Volgend jaar zal waarschijnlijk € 2 biljoen bereikt worden en € 4 biljoen in 2030.’

**Vassileva:** ‘Wij doen dat door een combinatie van drie belangrijke filosofieën: goed kopen, actief beheren, en selectief verkopen. Met goed kopen bedoelen we het vermijden van drukke, overmatig competitieve processen, het focussen op proactieve origination en bilaterale situaties, en het gedisciplineerd blijven op het gebied van waarderingen. Om actief te beheren, vertrouwen we op een groot, wereldwijd team van investment managers, waaronder investment professionals met ervaring in kapitaalverstrekking en operationele uitvoering, verzameld over drie decennia.’

**Hoe kunnen (beginnende) institutionele beleggers het beste beginnen met het opbouwen van een portefeuille rondom het thema energietransitie en hoe kunnen ze de verschillende risicocategorieën in balans brengen?**

**Toledo:** ‘Het eerste uitgangspunt voor een pensioenfonds is dat er een acceptabel risico-rendementsprofiel moet zijn dat op één lijn moet zitten met dat van de deelnemers. Als beheerder van pensioengelden kijken we vervolgens naar de mogelijkheden om te investeren in de energietransitie. Daarbij gaat het niet alleen om infrastructuur, hernieuwbare

‘De hoeveelheid investeringskansen in de energietransitie breidt zich sneller uit dan de instroom van kapitaal.’

energie en verschillende soorten opslag, maar ook over duurzaam vastgoed en de circulaire economie. We zijn op zoek naar goede, voor risico gecorrigeerde langetermijnrendementen, maar ook naar investeringen die een positieve impact hebben. Bij dit alles moeten we rekening houden met regelgeving, op dit moment een grote zaak in Europa met de groene taxonomie, de SFDR, en de risico's conform de aanbevelingen of best practices van DNB. En last but not least speelt reputatie een belangrijke rol.'

**Van Merriënboer:** 'Veel van mijn klanten, middelgrote pensioenfondsen, hebben een echte wens om te beginnen met beleggen in de energietransitie. Aan ons de taak om een gebalanceerde verdeling te maken. Immers, de stap naar risicovol beleggen is er misschien een te ver. Toch blijven er nog genoeg mogelijkheden om stappen te zetten en een portefeuille op te bouwen.'

**Toledo:** 'Om het voor investeerders met een laag risicoprofiel aantrekkelijker te maken, heb ik in het verleden een mixed strategie gemaakt, waarbij het grootste deel van de investering naar beleggingen met een laag risico en een stabiele kasstroom ging. Het resterende kleinere deel ging naar meer risicovolle beleggingen met veel upside potentieel.'

**Gilligan:** 'Beginnende institutionele beleggers in de energietransitie moeten grote projecten vermijden en investeren in gemoduleerde mogelijkheden als duurzame wind- en zonne-energie op land. Als iemand je vraagt om te investeren in koolstofafvang en -vastlegging voor een groot project, wees dan heel voorzichtig.'

**McGuckian:** 'Als je een weg probeert te vinden om voor het eerst in de energietransitie te investeren, zou ik zeggen: ga voor bewezen technologieën en voor een hoog percentage gecontracteerde inkomsten op de lange termijn. Als je je niet op je gemak voelt en niet alles helemaal begrijpt, wees dan voorzichtig.'

**Braakenburg:** 'Een gedistribueerde aanpak kan voor een beginnende institutionele belegger aantrekkelijker zijn

## 'Ga voor bewezen technologieën en voor een hoog percentage gecontracteerde inkomsten op lange termijn.'

dan bijvoorbeeld een groter enkel ticket voor bijvoorbeeld grote offshore windprojecten. Verder zou ik ervoor willen pleiten dat het mandaat van vermogensbeheerders in het geval van de energietransitie een beetje breder wordt. Dat betekent niet dat een beheerder aan CCS moet doen, carbon capture and storage, of SAF, sustainable aviation fuel, maar wel op zijn minst de mogelijkheid moet hebben om bijvoorbeeld opslag toe te voegen en te kijken naar andere aspecten van de energietransitie.'

### Wat zijn de belangrijkste risico's van investeringen in de energietransitie en hoe kan je die op de juiste manier beperken?

**Gilligan:** 'Naarmate verschillende landen de energietransitie op verschillende manieren benaderen en markten van jaar tot jaar interessanter en minder interessant worden, kan je selectief kapitaal toewijzen aan de verschillende markten, afhankelijk van hoe die zich ontwikkelen. Je hebt een tapestry approach nodig om de verschillende risico's in de verschillende fasen van het project te managen.'

**McGuckian:** 'Door het afsluiten van langetermijncontracten kunnen de risico's worden beperkt. Twee dingen die me bij wijze van spreken 's nachts wakker houden, zijn de invloed van stroomtarieven op de rendementen en de datum van aansluiting op het elektriciteitsnet. Krijgen we die wel als die is toegezegd?'

**Braakenburg:** 'Wij kijken naar manieren om te diversifiëren met betrekking tot de afname. Gunstig is dat een aantal markten nog steeds gesubsidieerd wordt en dat we waarschijnlijk ook CFDs, contracts for differences, zullen zien verschijnen in andere markten.'

**O'Donnell:** 'Als je kijkt naar wat er op ons afkomt, is het grootste risico de mate waarin de assets die we bezitten, op netto nul zijn afgestemd. We moeten de zekerheid hebben dat ze fundamenteel zijn en gericht op netto nul. Dat zullen niet precies dezelfde assets zijn als in een wereld met 1,5°C, 2°C of 3°C graden opwarming. Nogmaals, de grootste uitdaging voor wereldwijde beleggers in de komende, zeg, tien jaar, is dat ze hun portefeuille moeten afstemmen op een net zero-wereld.'

**Gilligan:** 'Als ik kijk naar de nieuwe investeringsmogelijkheden, naar waar we bijvoorbeeld meer bouwen en ontwikkelen, of meer participeren in platformbedrijven, ben ik er vrij zeker van dat de dingen die we vandaag de dag doen over niet al te lange tijd echt zullen aanslaan bij institutionele beleggers. Die zullen bepaalde diensten herkennen als enorm robuust zonder het risico op overtolligheid of stranding.'

**Dioux:** 'In aanvulling op wat hiervoor is gezegd met betrekking tot investeringen in bedrijven, is sterke governance belangrijk voor ons. Het is belangrijk om ervoor te zorgen dat de belangen van investeerders worden beschermd. Wij zijn geen slapende partner.'

**Braakenburg:** 'We zorgen ervoor dat onze portfolio-bedrijven op elkaar zijn afgestemd, dat ze op één lijn zitten. Dat is meer een private equity-mentaliteit, niet alleen gericht op het succes van het platform, maar ook op de assets zelf die we ontwikkelen, bouwen en bezitten. Het afstemmingsaspect is voor ons van cruciaal belang.'

**Toledo:** 'Ik zou aandacht willen vragen voor de milieu- en sociale aspecten die steeds belangrijker worden. Het 'do no

significant harm'-principe. Uiteindelijk vallen die allemaal onder potentiële reputatierisico's voor institutionele beleggers. Dat is een van de dingen waar wij ons echt op willen richten.'

**Vassileva:** 'Risico's die zeer specifiek zijn voor de energietransitie zijn onder meer de exposure naar prijsfluctuaties – vooral van elektriciteit, de snelle technologische veranderingen, en regelgeving. Naarmate we beginnen te diversifiëren van traditionele renewables naar nieuwe sectoren, nemen deze risico's aanzienlijk toe. Om die te beheersen moeten beleggers zeer selectief en kritisch zijn. Onze aanpak is om een zeer gedetailleerd due diligence-onderzoek uit te voeren en te investeren in industriële partnerschappen – voor bouw, exploitatie en commerciële off-take.'

**De afgelopen twee jaar is de rente aanzienlijk gestegen. Wat zijn daarvan de gevolgen voor investeringen in de energietransitie?**

**Koekkoek:** 'Ten opzichte van beleggen in eigen vermogen is beleggen in vreemd vermogen veel aantrekkelijker geworden omdat de rendementen dicht bij elkaar zijn komen te liggen.'

**Dioux:** 'We moeten voorzichtig zijn met hoe we assets en bedrijven op dit moment waarderen, maar ik zou zeggen dat het voor de portefeuille uit het verleden niet veel pijn doet omdat het werd gecompenseerd door inflatie.'

**McGuckian:** 'De rentestijging heeft, denk ik, het groeitempo dat we nodig hebben in de energietransitie vertraagd. Er is een hiaat van misschien wel twaalf tot achttien maanden ontstaan voor projectrendementen om in te halen. Goede projecten met sterke fundamenten zullen worden gebouwd, andere marginale misschien niet.'

**Van Merriënboer:** 'De stijgende rente is een uitdaging voor de energietransitie, maar voor institutionele beleggers creëert het een breder perspectief in de energiemarkt, in de zin dat andere beleggingscategorieën die in het verleden, toen de rente laag was, minder aantrekkelijk

'Ik zou ervoor willen pleiten dat het mandaat van vermogensbeheerders in het geval van de energietransitie een beetje breder wordt.'



waren, nu aantrekkelijker worden. Ze zijn meer concurrerend, vooral in het core-segment van infrastructuur. Institutionele beleggers ondervinden meer concurrentie bij het alloceren van kapitaal, wat ook een extra risico kan zijn.’

**Vassileva:** ‘In sommige opzichten zien we voordelen aan het einde van ‘goedkoop geld’. Alleen de beste projecten zullen overleven en de mindere projecten zullen achterblijven. Daarom hebben we een gezonde correctie in de waardering-verwachtingen gezien, vooral voor nieuwe projecten die zich nog in de pijplijn bevinden. De nieuwe omgeving die hierdoor is ontstaan, is nuchterder en maakt het sluiten van rationelere deals mogelijk.’

### Hoe kunnen investeerders de milieu- en sociale risico's van de energietransitie beperken?

**Braakenburg:** ‘Het is belangrijk dat je controle hebt over je investeringen, om daadwerkelijk te kunnen sturen, hetzij als meerderheidsaandeelhouder van een project, dan wel als eigenaar van een platform met een managementteam. Om ESG-risico's te beperken, moeten we de hele levenscyclus van een project in ogenschouw nemen. We doen een due diligence-onderzoek. Dat omvat bedrijfsbezoeken, fabrieksbezoeken, enzovoort.’

**McGuckian:** ‘Wij hebben nogal wat werk verricht om bijvoorbeeld de vogelhabitat te diversifiëren en aan rewilding te doen. We hebben ook natuurlijke heggen geplaatst. Na onze interactie zijn flora en fauna daadwerkelijk verbeterd. Ik denk dat zo'n beetje iedereen het ermee eens is dat de sector als geheel goede stappen heeft gezet en blijft zetten: we gaan weg van ‘doe geen kwaad’ naar ‘maak er een betere plek van’. Er is veel activiteit. In delen van de toeleveringsketen zit nog altijd een uitdaging. We hebben gedragscodes voor onze leveranciers en leggen onze eisen vast. We houden ze voor dat we het leveringscontract intrekken als ze niet doen wat is overeengekomen. Ik denk overigens dat niemand van ons kan zeggen het probleem van de mensenrechten in bepaalde landen voor honderd procent te hebben opgelost.’

## ‘De grootste uitdaging voor wereldwijde beleggers in de komende, zeg, tien jaar, is dat ze hun portefeuille moeten afstemmen op een net zero-wereld.’

**O'Donnell:** ‘Veel investeerders zijn niet alleen financieel gedreven. Als onderdeel van hun investeringsbeoordeling wordt ESG steeds belangrijker. Het soort discussies dat we nu met veel van onze investeerders hebben, gaat aanzienlijk verder dan over financiële prestaties. Ze willen begrijpen waar we naartoe willen. Het is belangrijk dat ze vertrouwen hebben in de mensen met wie ze werken.’

**Gilligan:** ‘Bij het beperken van de milieu- en sociale risico's kan een op maat gesneden ESG-ratingsysteem een essentiële rol spelen. Dat pas je toe voordat je investeert en herhaal je jaarlijks. Zo kan je de ESG-prestaties in de loop van de tijd volgen en meten en die opslaan in een database. Dat draagt bij aan het stimuleren van ESG-prestaties op de lange termijn. De traceerbaarheid en transparantie worden beter naarmate er meer controleerbare ESG-ratingsystemen zijn. Ik denk dat dit een van de evoluties is die we de komende tien jaar in de sector zullen zien.’ >



**‘Energiesmarkten worden steeds complexer en vereisen een specialistische aanpak.’**

**Toledo:** ‘Het is heel goed dat de industrie zich steeds meer op deze belangrijke aspecten richt. Want aan de ene kant weten we dat problemen zich voordoen, aan de andere kant mogen die de energietransitie niet ophouden. Om een

voorbeeld te noemen: het verkleinen van de toeleveringsketen en zonnepanelen die uit China komen. Je weet dat de arbeidsomstandigheden daar veelal niet deugen, maar houdt dat je tegen om te investeren? Daarom is het belangrijk dat beleggers betrokken blijven en hun stem laten horen om aandacht voor

deze controverses te krijgen en uiteindelijk dingen te verbeteren.’

**Koekkoek:** ‘Onze klanten zijn zeer selectief in het investeringsproces en dat is in de praktijk soms restrictief. Er zijn bijvoorbeeld veel overwegingen bij het investeren in zonne-energie, omdat meer dan driekwart van het polysilicium voor zonnepanelen uit China komt, voornamelijk uit de provincie Xinjiang.’

**Dioux:** ‘Een manier om de noodzaak van duurzaam inkopen te versterken is het samenbrengen van een groot deel van de spelers, ontwikkelaars en investeerders om een soort gemeenschappelijke ESG-basis te hebben. We willen ook alle ontwikkelaars waarin we investeren, helpen bij het ontwerpen van milieuvriendelijke producten en een sociaal actieplan, dat nu een groot onderdeel van het bedrijfsmodel aan het worden is.’

**Van Merriënboer:** ‘Wij fungeren als poortwachters van het institutionele geld. Veel kan vooraf worden onderzocht bij een due diligence-onderzoek. We moeten het beleid vertalen voor onze beleggers.’

**‘Ten opzichte van beleggen in eigen vermogen is beleggen in vreemd vermogen veel aantrekkelijker geworden.’**

Waar willen zij hun geld op inzetten? Op welke SDGs willen ze zich richten? Dat moet allemaal in het beginstadium worden geregeld. Op die manier proberen we de meeste risico’s te mitigeren.’

**Wat zijn de belangrijkste lessen die we hebben geleerd van het investeren in de energietransitie?**

**McGuckian:** ‘Een van de belangrijkste lessen is dat je uitstekend jong talent kan aantrekken dat impact wil maken.’

**Braakenburg:** ‘Het belang van de toekomstbestendigheid van bedrijfsmodellen en projecten, en ervoor zorgen dat er flexibiliteit is in hoe projecten zich kunnen aanpassen aan een voortdurend veranderende omgeving.’

**Koekkoek:** ‘Als debt-investeerder zijn we heel gericht op het beheren van het risico en de downside. Een belangrijk aspect daarbij zijn grote projecten met topsponsors.’

**O’Donnell:** ‘We zijn nog maar net begonnen met investeren in de energietransitie, maar we kunnen nu al zeggen dat het om de grootste groeikans gaat. Het is essentieel om te werken met de juiste mensen, de juiste managers die precies weten hoe ze hun werk moeten doen.’

**Dioux:** ‘Energiesmarkten worden steeds complexer en vereisen een specialistische aanpak. Een gediversifieerde portefeuille is essentieel.’

**Na een periode van snelle groei beleefde de hernieuwbare energiesector in 2023 voor het eerst een slecht jaar. Is er hierdoor iets veranderd en zal dit impact hebben op de markt in de toekomst?**

**Gilligan:** ‘In 2023 was er een aantal uitdagingen: onder andere duurdere leningen en problemen met de toeleveringsketen. Maar het was ook het jaar met de grootste netto instroom in de wereldwijde pool voor hernieuwbare energie. Dus alle somberheid in de sector is volledig misplaatst. De drijvende krachten achter de groei zijn duidelijk aanwezig.’

**O'Donnell:** 'Als vermogensbeheerders kunnen wij allemaal onze eigen redenen aanvoeren waarom we denken dat het voor risico gecorrigeerde rendement van investeringen in hernieuwbare energie passend is, maar sommige beleggers zullen de voorkeur blijven geven aan rendementen van 15% tot 20% in de traditionele olie- en gasindustrie. Voor ons is de grootste uitdaging het opbouwen van relaties met beleggers die juist wel in hernieuwbare energie willen investeren.'

**Vassileva:** 'Er zijn enkele positieve punten in de recente, meer nuchtere omgeving. Dat is nuttig bij het verwerven van nieuwe investeringen, omdat waarderingsgesprekken realistischer zijn. Operationeel gezien is dat in het voordeel van de gevestigde platforms, ondersteund door sterke investeerders. Dat is ook de bedrijven in onze portefeuille ten goede gekomen.'

### **Wat zijn op dit moment de vooruitzichten voor de vraag naar corporate PPAs (Power Purchase Agreement) in Europa en hoe ontwikkelt die vraag zich, gezien de volatiliteit in energieprijzen?**

**O'Donnell:** 'We beginnen naar mijn mening een ontkoppeling te zien, in de zin dat de prijs die bedrijven moeten betalen voor hernieuwbare energie niet langer gekoppeld is aan die van fossiele brandstoffen. Het gevolg daarvan is dat bedrijven meer zullen moeten betalen voor hernieuwbare elektriciteit. Voor investeerders in de sector is dat een voordeel.'

**Braakenburg:** 'Ik denk dat er veel meer innovatie moet komen op de markt. Er zijn wat initiatieven geweest voor standaardisatie van contracten, om ook het midden- en kleinbedrijf op de lange termijn toegang te verschaffen, maar daar is het bij gebleven.'

**Vassileva:** 'Een bijkomend aspect is dat de PPA-markt volwassener en selectiever wordt. Het is niet langer voldoende om een klein of middelgroot project te lanceren en een goede PPA binnen te halen. Grotere, geïntegreerde operators die hogere basiscapaciteit kunnen bieden,

## **'Institutionele beleggers ondervinden meer concurrentie bij het alloceren van kapitaal, wat ook een extra risico kan zijn.'**

hebben veel meer kans op succes, en dit is ook gunstig voor de grotere en professionelere platforms.'

### **Wat zal de rol van AI in de energietransitie zijn? Zijn er andere nieuwe technologische ontwikkelingen die invloed hebben op de energietransitie?**

**Gilligan:** 'Wij gebruiken AI al om bijvoorbeeld gegevens over de energiecurve bij te houden. Je kan een AI-algoritme gebruiken om te kijken naar de manier waarop een turbine presteert, en dat dan terugkoppelen naar je dataset om te kijken naar wat dat betekent. Heel kleine variaties in de energiecurve, die voor niemand duidelijk zijn, kunnen statistisch significant worden. Je kan met behulp van het AI-logaritme ook te weten komen of de turbine het de komende maand gaat begeven en hem daarom offline halen of het onderdeel vervangen dat waarschijnlijk bijdraagt aan de verschuiving in de energiecurve. Dit is nog maar één aspect van de bedrijfsvoering. Als je kijkt naar wat dit betekent voor energiebeheer en training, denk ik dat er in de komende tijd fenomenale ontwikkelingen zullen plaatsvinden.'

**Braakenburg:** 'We gebruiken AI om te kijken naar patronen in energieverbruik over zeer lange periodes. Op basis daarvan kunnen we het ontwikkelingsproces voor energieprojecten een stuk efficiënter en inzichtelijker maken.'

**O'Donnell:** 'In de Verenigde Staten wordt AI beschouwd als een belangrijke motor van economische groei, terwijl Europa hier op dit moment nog niet van overtuigd is. Er is nog geen bewijs voor de impact van hernieuwbare energie op de economie. Ik denk dat AI dat gaat veranderen.' ■

## **IN HET KORT**

De energietransitie biedt kansen voor beleggers. De investeringsmogelijkheden zijn niet beperkt tot zonne- en windenergie, maar strekken zich uit van digitaal tot transport, sociale infrastructuur en nutsvoorzieningen.

De hoeveelheid investeringskansen in de energietransitie breidt zich sneller uit dan de instroom van kapitaal.

Beginnende institutionele beleggers in de energietransitie zouden grote projecten moeten vermijden en moeten investeren in gemoduleerde mogelijkheden als wind- en zonne-energie op land.

De rentestijging is een uitdaging voor de energietransitie, maar het creëert een breder perspectief voor de energiemarkt.

Veel investeerders zijn niet alleen financieel gedreven. Als onderdeel van hun investeringsbeoordeling wordt ESG steeds belangrijker.

Energiemarkten worden steeds complexer en vereisen een specialistische investeringsaanpak. Een gediversifieerde portefeuille is essentieel.

# Van mono- naar multi-kapitalisme

Om de huidige maatschappelijke uitdagingen, zoals bestaanszekerheid en de klimaattransitie, het hoofd te kunnen bieden, moet de governance-structuur van bedrijven veranderen. Alle vormen van kapitaal, dus ook natuur en mensen, moeten daarin worden vertegenwoordigd, zo bepleit Rutger Claassen, professor Politieke Filosofie en Economische Ethiek aan de Universiteit Utrecht. Een aanvullende optie is een eerherstel van de coöperatieve organisatievorm.

Door Harry Geels

## In wat voor soort politiek-economisch systeem leven we nu in het Westen? Voldoet dat nog?

‘Ik zie regelmatig de discussie voorbijkomen of we nog wel of niet meer in een kapitalistisch systeem leven. De precieze beantwoording van die vraag hangt af van de definitie van kapitalisme. Definities zijn vrij. Ik probeer de vraag over de economische orde breder op te vatten, door te kijken naar de maatschappelijke orde. Die is ideologisch gesproken liberaal, met als belangrijk kenmerk de scheiding tussen een publieke en een private sfeer. We weten dat bepaalde zaken publiek en andere privaat worden geregeld. In de private sector zijn bedrijven en mensen op hun eigen belangen uit en in de publieke sector wordt het algemene belang gediend. En als er excessen in de private markten plaatsvinden, kan de overheid ingrijpen. Er zijn vervolgens twee belangrijke observaties. Ten eerste dat de praktijk van alledag een slechte kopie is van het zojuist geschetste ideaalbeeld. De meeste private sectoren kennen immers overheidsinmenging. Ten tweede dat we desalniettemin redeneren vanuit dit ideaalbeeld. Als we problemen willen oplossen, gaat het vooral om de vraag of de overheid of de markt het moet oplossen.’

## De huidige praktijk als een slechte kopie van het ideaalbeeld?

‘De grote complicatie is dat veel private markten gedomineerd worden door grote bedrijven met oligopolistische en soms zelfs monopolistische trekken, daar waar er in de tijd van Adam Smith, algemeen gezien als de grondlegger van het

kapitalisme, vooral veel kleine spelers, handelaren, productiebedrijven bestonden. Die evolutie naar grote, machtige corporates was niet voorzien vanuit de liberale denkwijze die vanaf de achttiende eeuw opkwam. De grote bedrijven van nu kunnen we vergelijken met de feodale landheren van toen. Ik noem het huidige systeem daarom ook wel prikkelend ‘een vorm van neo-feodalisme’. Eigenlijk zou de overheid nu aan zet zijn om deze bedrijven op te breken, bijvoorbeeld door strengere anti-mededingingsregels, waardoor bedrijven weer ‘price takers’ en niet ‘price setters’ worden. Mijn vermoeden is echter dat dit niet gaat gebeuren.

We kunnen de oude orde niet meer herstellen. Ten eerste omdat dit op allerlei juridische complicaties stuit. Ten tweede omdat die oligopolies ook potentiële voordelen hebben, namelijk massaproductie met daarmee samenhangende positieve netwerkeffecten. Dit levert op macroschaal ook welvaart op. De eigenlijke uitdaging is de welvaart eerlijker te verdelen. De overheid probeert dat vooral door meer regelgeving, zoals bij de banken met bonusplafonds en bankbelasting. Die overheidsinmenging is echter niet gemakkelijk, omdat deze geregeld achter de feiten aanloopt en de overheid vaak kennis van de werkvloer en de markt mist. Ook weten grote bedrijven via het lobbycircuit regulering te beïnvloeden en af te zwakken.

‘De grote bedrijven van nu kunnen we vergelijken met de feodale landheren van toen.’

Grote bedrijven hebben een informatievoorsprong, omdat ze de markten domineren. Ze houden ook vaak informatie achter, bijvoorbeeld door te verzwijgen hoe



CV

## Rutger Claassen

Rutger Claassen is Hoogleraar Politieke Filosofie en Economische Ethiek aan de Universiteit Utrecht. Momenteel leidt hij het ERC-gefinancierde onderzoeksproject 'The Business Corporation as a Political Actor', waarin hij de maatschappelijke rol van (grote) bedrijven onderzoekt, en kijkt naar mogelijke hervormingen van het ondernemingsbestuur. Verder is hij onder andere Directeur van het Ethiek Instituut, waar hedendaagse ethische vraagstukken worden onderzocht, van klimaatrechtvaardigheid tot technologie-ethiek.

vervuilend of verslavend hun producten of diensten zijn. Deze problematiek verschilt overigens niet als we kijken naar de VS of Europa, alleen de mate waarin verschilt wellicht. In de VS is alles uitvergroet.'

### Maar hoe lossen we dan de negatieve effecten van die oligopolistische markten op, als meer overheid niet meer goed werkt?

'Er zijn vier denkrichtingen. De eerste is het vrije kapitalisme, met kleinere bedrijven, herstellen. Dat is, zoals zojuist besproken, lastig. De tweede richting is het communisme, de overheid alles laten regelen. Dan missen we de voordelen die marktprikkels kunnen hebben. De derde richting is een systeem dat vooral in de jaren zeventig van de vorige eeuw tot wasdom kwam: 'welfare capitalism'. We laten de markt zijn werk doen, maar de overheid compenseert als mensen buiten de boot vallen. Dat is eigenlijk een middenweg tussen kapitalisme en communisme. De vierde weg, en die heeft mijn voorkeur, is een andere middenweg: private markten van binnenuit hervormen door bedrijven meerdere 'kapitalen' te laten vertegenwoordigen, bijvoorbeeld de zes vaak genoemde: financieel, menselijk, sociaal, 'manufactured', intellectueel, en natuurlijk kapitaal.

De bedrijven worden afgerekend op de prestaties van die zes kapitalen, met de kanttekening dat de criteria voor ieder van die zes per sector kunnen verschillen. Neem als voorbeeld de sector universitair onderwijs. Wij worden geacht onderwijs te geven, onderzoek te doen en daarover te publiceren, en een wetenschappelijk onderbouwde visie te geven op maatschappelijke problemen. Dit drievoudige doel levert voor universiteiten een balanceeract op, soms zelfs een spanningsveld, tussen concrete doelstellingen, zoals de cijfers en diploma's die onze studenten halen, wat we publiceren, en hoe actief we meedoen aan het

maatschappelijke debat. Op een vergelijkbare wijze moeten bedrijven voor hun relevante kapitalen optimaliseren. Van mono- naar multi-kapitalisme.'

### Toch blijven we ons fixeren op de financiële criteria, vooral in het bedrijfsleven.

'Inderdaad. Zo vindt er bijvoorbeeld nog steeds discussie plaats over de vraag of natuur wel een vorm van kapitaal is. Er zijn ecologen die daartegen protesteren, vanwege de associatie van de term 'kapitaal' met financieel kapitaal. Welke term we ook gebruiken, bedrijven kunnen dit natuurlijk kapitaal tot onderdeel van hun doelstelling maken. Kijk naar houtkap. Een bos heeft een bepaalde regeneratietijd, dus kunnen we goed uitrekenen hoeveel bomen we per jaar uit het bos kunnen halen. Bedrijven kunnen dan niet rücksichtslos bos kappen, maar moeten kosten maken om het bos op de lange termijn in stand te houden. Bedrijven krijgen dan een zorgplicht voor hulpbronnen, een stewardship voor de productiefactoren. Als dat lukt, is er ook minder noodzaak vanuit de overheid om te reguleren. Nu is het helaas nog zo dat bedrijven vooral eerst de belangen van de aandeelhouders dienen en als het binnen de moraal van het bedrijf past, wordt er ook gezorgd voor de anderen, bijvoorbeeld de medewerkers of de natuur. Die andere belangen zitten nog te veel in de sfeer van liefdadigheid en multi-interpreteerbare ethiek. In mijn model zijn de belangen van alle andere kapitalen in de onderneming vertegenwoordigd, tot op bestuursniveau. Sterker nog, de verschillende kapitalen zijn allemaal bedrijfsbelangen geworden.'

### Hoe zit het met de besluitvorming bij het stewardship-model van verschillende kapitalen?

'Mijn model, zoals gezegd de vierde weg, heeft verstreckende consequenties voor de governance. Het ideaalbeeld is dat verschillende bestuurders verantwoordelijk zijn voor de verschillende kapitalen en dat de

## ‘Bestaanszekerheid is niet alleen een taak van de overheid, het bedrijfsleven kan met een goede governance ook een positieve bijdrage leveren.’

topman of -vrouw de balanceeract doet. De aandeelhoudersvergadering wordt

vervangen door de stakeholdersvergadering. Besluiten over de uitkering van dividend, de beloning van de top, of een eventuele fusie en overname, worden door de stakeholders gezamenlijk genomen. Dit geeft een totaal andere bestuursdynamiek dan die we nu kennen. We zijn hier overigens nog lang niet. Shell zei laatst nog dat als zij in deze markt willen overleven, zij het belang van de aandeelhouders moeten prioriteren. De concurrenten doen dat namelijk ook. Daarom moet het DNA van bedrijven, dat wordt bepaald door het huidige ondernemingsrecht, uiteindelijk aangepast worden. Er zijn al aanzetten hiertoe, zoals de CSRD, die de rapportageplicht over andere dan financiële criteria regelt, en de CSDDD, die bedrijven aansprakelijk maakt voor misstanden in de hele keten. Er is echter nog geen beweging richting een andere governance-structuur waarin alle relevante stakeholders zijn vertegenwoordigd. Zo blijft een perverse uitruil ten gunste van de aandeelhouders mogelijk. Er wordt in de nieuwe Corporate Governance Code wel opgeroepen tot een dialoog tussen alle stakeholders, maar dat is geen strikte juridische verplichting.’

### Is zo’n ideale governance-structuur op korte termijn realistisch, zeker gezien het gepolariseerde maatschappelijke debat?

‘Het is belangrijk dat we er komen en gelukkig worden er stappen gezet. Ik houd de moed erin. ‘Optimism is a moral duty’. Maar het ideaalbeeld kan inderdaad door de maatschappelijke tegenstellingen en tegenwind vanuit grote bedrijven nog wel decennia op zich laten wachten. Wellicht ontstaan er omslagpunten, bijvoorbeeld een grote natuurramp of oorlog, die de zaak kunnen versnellen. In Duitsland kregen bijvoorbeeld de medewerkers bij de herinrichting van land na de Tweede Wereldoorlog de helft van de stemmen in grote bedrijven, de zogeheten Mitbestimmung. Daarnaast is het ook mogelijk om het bestaan van bedrijven met een alternatieve eigendomsvorm te bevorderen, bijvoorbeeld coöperaties waarbij een deel van de winst naar andere, nader te definiëren groepen stakeholders kan toevallen. De meeste bedrijven zijn nu een ‘capital cooperative’, een samenwerkingsverband van de investeerders. Maar we kennen ook werknemers-, consumenten- of

gebruikerscoöperaties. FrieslandCampina is bijvoorbeeld een producentencoöperatie.

Het is overigens bedroevend dat de Rabobank recent heeft besloten het coöperatieve model steeds meer uit te hollen. Juist een coöperatieve bank had een alternatief kunnen zijn voor de andere banken, die gedreven worden door aandeelhoudersbelangen.’

### Begrijpt de huidige politiek de problemen wel goed genoeg?

‘De politiek is een complex concept. Ik zie brede interesse voor de besproken onderwerpen bij diverse politieke partijen, zowel ter linker- als ter rechterzijde. In Nederland zit de grote huiver bij de VVD, BBB en PVV. Helaas worden deze onderwerpen ook te weinig besproken in verkiezingsprogramma’s en politieke debatten. Het gaat al vlug over migratie of klimaat, onderwerpen waar de media sneller mee kunnen scoren. Drie weken voor de laatste verkiezingen hebben zeventig wetenschappers, onder wie ikzelf, een open brief gestuurd om aandacht te vragen voor dit thema. Bestaanszekerheid is volgens mij niet alleen een taak van de overheid, het bedrijfsleven kan met een goede governance ook een positieve bijdrage leveren. Ook de media kunnen een veel actievere bijdrage leveren. Het is alweer vier jaar geleden dat Tegenlicht hier een programma over heeft gemaakt. Een uitzending die ik nog steeds aanbeveel trouwens. Het is positief dat de EU dit onderwerp wél oppakt. Alleen jammer dat de meeste politieke partijen in Nederland niet voor willen lopen op Europa. Die afwachtende houding bevordert het nationale debat niet.’

### Wat zijn verder uw ambities, als wetenschapper, als mens?

‘Ik wil als wetenschapper vooral het debat over de besproken onderwerpen aanslingeren, het liefst zo breed mogelijk, via media, bedrijfsleven en politiek. Daarom ben ik ook lid van het Sustainable Finance Lab, waar we met wetenschappers op die onderwerpen samenwerken. Verder schrijf ik momenteel een boek over eigendom, met als hoofdvraag: ‘Wat is eigendom eigenlijk?’ Het zal niet verbazen dat mijn premisse is dat eigendom eigenaren tot stewards zou moeten maken, iets dat, bijzonder genoeg, in het christendom door de eeuwen heen meer een vanzelfsprekendheid is geweest dan in het liberalisme.’ ■



AFTER FOUR YEARS

AFTER TWO YEARS

AFTER ONE YEAR

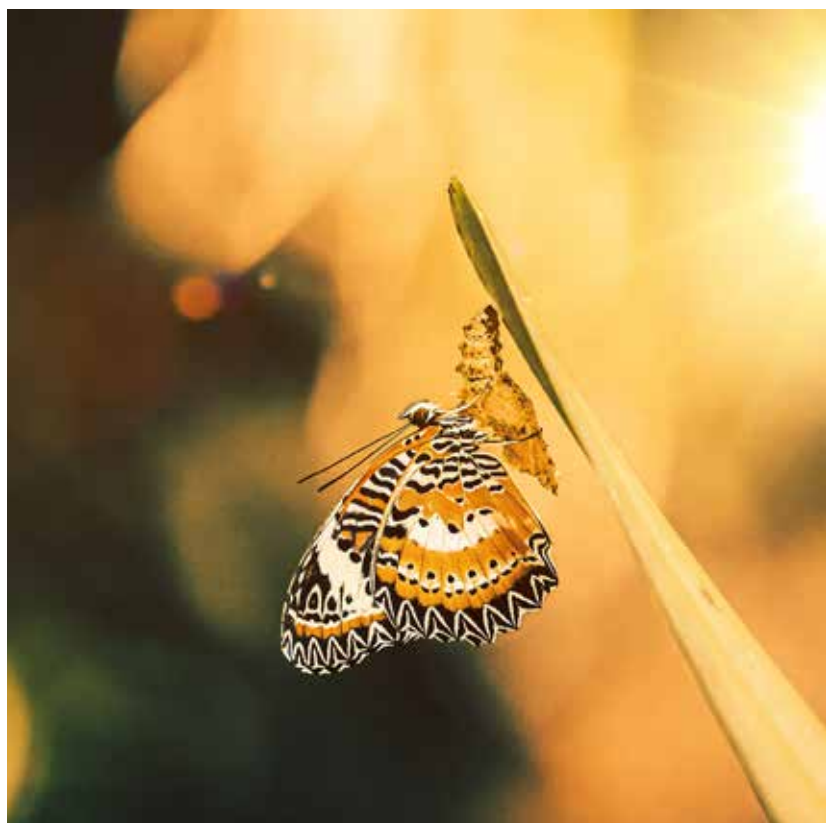
FRESHLY DUG

# GROWTH THAT AFFECTS EVERYONE'S BUSINESS

**JUSTDIGGIT**

COOLING DOWN THE PLANET

BRINGING BACK VEGETATION USING NATURE-BASED SOLUTIONS BENEFITS LIFE ALL OVER THE PLANET AND HELPS COOL THINGS DOWN. SEE WHAT YOU CAN DO ON [JUSTDIGGIT.ORG/DIG-IN](https://www.justdiggit.org/dig-in)



# Landbouwgrond kan een aantrekkelijk alternatief zijn

Pensioenfonds PostNL maakt duurzaam verschil door te investeren in landbouwgrond. Voorzitter René van de Kieft bespreekt hoe de keuze op landbouwgrond is gevallen om positieve impact te maken.

Door Mark van Wijngaarden

‘Het was een spannend besluit voor Pensioenfonds PostNL.’ Voorzitter René van de Kieft blikt terug op maart 2021, toen het fonds de boer op ging. Letterlijk. Het pensioenfonds wilde zijn illiquide beleggingen verduurzamen en alternatieven hebben voor en naast vastgoed, en raakte in gesprek met het fiduciaire team van Van Lanschot Kempen Investment Management over de mogelijkheid om in landbouwgrond te beleggen. Hun directe ervaring met landbouwgrond in Nederland speelde daarin een rol.

‘We hadden drie argumenten om ons op landbouwgrond te richten’, vertelt Van de Kieft. ‘Landbouw speelt een belangrijke rol bij de twee SDGs waarop Pensioenfonds PostNL zich richt: goede gezondheid en welzijn, en klimaatactie. Landbouw is de basis van de voedselketen, maar de industriële landbouw put de bodem uit en stoot veel CO<sub>2</sub> en andere broeikasgassen uit. Wij wilden landbouw met positieve impact en vroegen ons af of we konden investeren in projecten waarmee we de landbouw zouden verduurzamen. Dat we op een positieve manier bijdragen aan de teelt van gezonde gewassen, met een aanpak in de landbouw die bijdraagt aan minder broeikasgassen en grotere biodiversiteit.’

Een tweede argument was dat landbouwgrond als alternatieve belegging een lage correlatie heeft met andere beleggingscategorieën zoals aandelen en obligaties en een iets hogere rendementsverwachting. Van de Kieft: ‘Wat verder meespeelde, was dat het vastgoed in onze portefeuille minder makkelijk te verduurzamen was, omdat het ondergebracht was in een fonds voor gemene rekening. Ook waren er vraagtekens bij de te verwachten toekomstige rendementen.’

## Ondernemende reis

De belangrijkste vraag die voor Pensioenfonds PostNL op tafel lag, was: gaat het lukken om in landbouwgrond te beleggen én een duurzaam verschil te maken? Met de zoektocht naar een antwoord begon een ondernemende reis.

‘Het bestuur stond niet meteen te juichen’, bekent Van de Kieft. ‘Een bestuurslid vroeg: ‘Waarom in landbouw beleggen, terwijl we al diverse beleggingscategorieën hebben?’ Een ander merkte op: ‘Daar hebben we geen verstand van. Zijn we wel in staat om deze goed te beoordelen in termen van risico en rendement?’ We kregen veel tegendruk, en terecht, maar we hebben de tijd genomen om het bestuur goed inzicht te geven in alle



facetten van beleggen in landbouwgronden. Gaandeweg is het bestuur enthousiaster geworden. Het mooie is dat de projecten tot de verbeelding spreken en de start en opbouw goed gegaan zijn.’

Toen de seinen op groen stonden om wereldwijd gespreid te investeren in landbouwgrond, rees de vraag hoe dat te doen. Pensioenfonds PostNL heeft daarbij zijn fiduciair manager Van Lanschot Kempen Investment Management (VLK) kritisch bevraagd op de benodigde kennis en kunde. Het vertrouwen ontstond omdat het team duidelijk kon laten zien dat het met veel deskundige partijen en partners samenwerkte. Dat leidde tot een landbouwmandaat waarin belegd is in landbouwfondsen die zijn geselecteerd door VLK, en tot het nieuw opgerichte Van Lanschot Kempen SDG Farmland Fund. Een nieuw fonds in landbouwgrond bleek nodig, omdat andere fondsen geen exposure naar Europa hadden en niet konden voldoen aan het ambitieuze duurzaamheidsbeleid van Pensioenfonds PostNL.

### Afwegingen maken

Van de Kieft vertelt dat zijn pensioenfonds nauw betrokken wilde zijn bij de samenstelling van de portefeuille. ‘We moesten afwegingen maken en besluiten nemen over spannende vragen. Beperken we ons tot beleggen in akkerbouw, of komt veehouderij ook in aanmerking? Combineren we landbouw met bosbouw? Kiezen we voor buy & lease, waarbij we de grond in eigendom hebben en verpachten aan een boer? Of kiezen we voor own & operate, waarbij land in bezit is van partners die betrokken zijn bij de productie? Of gaan we voor een flexibele variant hiervan? En welke gewassen zijn optimaal om op de grond te telen? Permanente, eenjarige gewassen, of een mix? We vroegen onze fiduciair bovendien niet alleen over bovengrondse, maar ook over ondergrondse zaken. Hoe gaan we duurzaam om met irrigatie, bemesting en bodemkwaliteit?’

En het belangrijkste aspect bij het doel om impact te hebben: welke normen worden gesteld? We willen bijvoorbeeld de bodemkwaliteit verbeteren. Wat komt er uit de nulmeting en waar willen we over vijf jaar staan?’, vertelt Van de Kieft. ‘Daarbij hebben we regelmatig de vraag gesteld of het niet een tandje scherper kon bij het bepalen van duurzame doelstellingen, zodat we sneller impact zouden hebben.’

Van Lanschot Kempen kon op basis van verzamelde data de vragen van Pensioenfonds PostNL beantwoorden en ontwikkelde een duurzame beleggingsstrategie voor landbouwgrond. Er is gekozen voor uitsluitend landbouwgrond, primair vanwege het hogere rendementspotentieel in vergelijking met veeteelt en bosbouw. Bij veeteelt speelt naast het lagere rendement ook mee dat de grip op dierenwelzijn lastig kan zijn. Bij bosbouw is er met hout grote afhankelijkheid van één product.

Door te beleggen in landbouwgrond is het fonds ook in staat bij te dragen aan de opgave van onderscheidende langetermijntrends, zoals de groei van de wereldbevolking en gezondere voeding. Landbouwgrond biedt bovendien veel diversificatiemogelijkheden door de grote variëteit aan gewassen.

### Voedseltransitie

‘Investeren in landbouwgrond is investeren in de voedseltransitie. In vergelijking met de energietransitie krijgt de voedseltransitie nog onvoldoende aandacht’, stelt Richard Jacobs. Hij is één van de portefeuillemanagers van het Van Lanschot Kempen SDG Farmland Fund en is in zijn vrije tijd hobbyboer met een wijngaard.

‘De groeiende wereldbevolking vraagt om meer voeding. Daarnaast staat de kwaliteit van ons voedsel al geruime tijd onder druk. De landbouwproductie zal verder stijgen om aan de toenemende voedselbehoefte te voldoen. Tegelijkertijd wordt het areaal landbouwgrond minder vruchtbaar en loopt de productiegroei met de huidige landbouwmethoden tegen grenzen aan. Zo is de voedselproductie voor bijna 30% verantwoordelijk voor de CO<sub>2</sub>-uitstoot.’<sup>1</sup>

Het is volgens Jacobs dan ook onvermijdelijk dat we overgaan van intensieve landbouw naar vormen van holistische, regeneratieve landbouw, waarbij natuurlijke hulpbronnen worden versterkt in plaats van uitgeput. ‘Van de landbouwgrond waarin we met het Farmland Fund investeren, willen we de bodemkwaliteit verbeteren, met meer aandacht voor de biologische en fysische eigenschappen van de bodem ten behoeve van de kwaliteit van voedsel en de veerkracht van de productie.’

Op de grond van het Farmland Fund in Wisconsin in de Verenigde Staten zijn boeren overgestapt van een monocultuur met soja of mais, naar mengteelt waarbij afwisselend niet-genetisch gemodificeerde >



**Mark van Wijngaarden**

Business Development  
Products & Strategies,  
Van Lanschot Kempen  
Investment Management

### VAN REAL ESTATE NAAR REAL ASSETS: LANDBOUWGROND IN DE PENSIEN- PORTEFEUILLE ALS EEN INTERESSANTE OPTIE

De beleggingscategorie real assets in het alternatieve of illiquide deel van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen bestaat historisch gezien vooral uit vastgoed.

Andere real assets, zoals infrastructuur, bosbouw en landbouwgrond, vormen nog maar een beperkt deel van de portefeuille van pensioenfondsen, maar hebben wel interessante karakteristieken.

Real assets kennen verschillende rendementsdrijfveren en tussen real assets zijn de nodige verschillen in risico- en rendementskarakteristieken. Met name de Wtp, de Wet toekomst pensioenen, is voor pensioenfondsen een extra aanleiding voor verdere verdieping, ook omdat de allocatie naar zakelijke waarden mogelijk toeneemt en meer gediversifieerd langetermijnrendement gewenst is.

soja, mais, graan en een langjarig gewas zoals luzerne, verbouwd wordt zodat de bodem kan rusten en herstellen. Bij een pruimenboomgaard in New South Wales in Australië wordt kunstmest volledig vervangen door compost en benodigde biostimulanten.

#### Duurzaamheidsplan

Bij elke investering maakt het Farmland Fund een duurzaamheidsplan. In samenwerking met lokale consultants en specialisten worden risico's en duurzame prioriteiten vastgesteld, en gedetailleerde KPI's opgesteld. Jaarlijks rapporteert een geaccrediteerde auditor over de kritische indicatoren en over hoever het fonds is met het behalen van zijn duurzaamheidsdoelen.

'Bij een olijfbomgaard in Portugal was de belangrijkste KPI geen of minimale bewerking van de grond om bodemverslechtering te voorkomen. We beperken het gebruik van kunstmest en vergroten de hoeveelheid begroeiing en CO<sub>2</sub>-opslag door het planten van groenbemesters in combinatie met het gebruik van organische mest', vertelt portefeuillemanager Jacobs.

#### Herkenbaar en concreet

Investeren in het Farmland Fund combineert volgens Jacobs financiële en duurzaamheidsdoelstellingen. 'Onze visie op landbouw biedt mogelijkheden voor een duurzame, innovatieve voedselproductie. We hanteren

concrete prestatie-indicatoren voor het verbeteren van de bodemkwaliteit, het bevorderen van de biodiversiteit en het terugdringen van het gebruik van bestrijdingsmiddelen, kunstmest en water.'

Risico's zijn er zeker. Naast de beperkte verhandelbaarheid zijn de belangrijkste risico's voor de landbouwgronden volgens de portefeuillemanager het klimaat en het weer. Met name hitte en droogte, maar ook extreme regenval tijdens het zaai-, plant- of oogstseizoen, en ziekten en plagen voor de gewassen.

Het potentiële rendement heeft verschillende bronnen: de opbrengst van de gewassen, productiviteitsverbetering leidend tot hogere opbrengsten met dezelfde middelen, waardestijging van het land als gevolg van bijvoorbeeld een algemene prijsstijging van goederen en schaarste van vruchtbare landbouwgronden, en ecologisch rendement door vergoedingen voor opslag van CO<sub>2</sub> en verbetering van de biodiversiteit.

'Het is een goede keus om in landbouwgrond te beleggen,' concludeert Van de Kieft van Pensioenfonds PostNL. 'Het rendement is nog niet op het beoogde niveau en dat is te begrijpen vanwege de aanloopkosten. Evenzo belangrijk is dat deze belegging helpt om heel concreet invulling te geven aan onze duurzaamheidsdoelen. Opmerkelijk is ook dat de deelnemers enthousiast zijn, zoals laatst bleek bij een deelnemersbijeenkomst. Bij landbouwgewassen heeft iedereen gelijk een beeld, het is herkenbaar en concreet. We kregen al de vraag of we niet ook in Nederlandse landbouwgronden kunnen beleggen.' ■

<sup>1</sup> Food and agriculture door Joshua Katz en Peter Mannion, McKinsey Quarterly, augustus 2022.

#### Disclaimer

Algemene risico's behorend bij beleggen in landbouwgrond: Alle beleggingen zijn onderhevig aan marktschommelingen. Beleggen in landbouwgrond heeft een gemiddeld risico. Deze categorieën worden over het algemeen gekenmerkt door stabiele inkomsten en een relatief stabiel onderpand. De verhandelbaarheid kan daarentegen beperkt zijn.

Disclaimer: Dit is een marketing bericht voor professionele beleggers. Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder en staat onder toezicht van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Het Kempen SDG Farmland Fund is bij Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM) geregistreerd onder de vergunning van Van Lanschot Kempen Investment Management NV. Het fonds is aangemeld voor verkoop in een beperkt aantal landen. De landen waar het fonds is aangemeld, staan vermeld op de website. Het fonds is alleen beschikbaar voor professionele beleggers. De informatie in dit document is ontoereikend voor een beleggingsbeslissing. Lees het placement memorandum (Engelstalig) en de duurzaamheidsgerelateerde informatie voordat u een beleggingsbeslissing neemt. Deze documenten van het fonds zijn beschikbaar op de website van VLK IM ([vanlanschotkempen.com/nl-nl/investment-management/fund-library](http://vanlanschotkempen.com/nl-nl/investment-management/fund-library)). De informatie op de website is (gedeeltelijk) beschikbaar in het Nederlands en Engels. Hier vindt u ook onze duurzaamheidsgerelateerde publicaties.

Kapitaalrisico: Beleggen brengt risico's met zich mee, u kunt uw inleg verliezen. De waarde van uw beleggingen is mede afhankelijk van de ontwikkelingen op de financiële markten. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

## IN HET KORT

Investeren in landbouwgrond is investeren in de voedseltransitie.

De beleggingscategorie landbouwgrond heeft een lage correlatie met aandelen en obligaties.

Investeren in landbouwgrond combineert financieel en duurzame doelstellingen.

# Jongeren steeds meer in de knel op de woningmarkt

**Van alle woningzoekenden worden jongeren misschien wel het meest geraakt door het woningtekort. Geen toegang tot een eigen huis betekent dat ze worden gedwongen hun dromen in de pauzestand te zetten en een van de grootste beslissingen in hun leven uit te stellen: de stap naar zelfstandig wonen.**

Eind vorig jaar rapporteerde het CBS dat het percentage jongvolwassenen, tussen de 18 en 30 jaar, dat nog thuis woont, fors is gestegen. Dat zijn zeker niet alleen studenten, maar vaak ook jongvolwassenen met een (vaste) baan. Ruim de helft van deze groep wil graag naar een zelfstandige woning of een (studenten)kamer, maar die is er niet. Daardoor kunnen zij steeds vaker niet kiezen voor de studie of baan in de stad van hun voorkeur.

De gevolgen op sociaal maatschappelijk vlak en daarmee voor de samenleving zijn groot. Het leidt tot frustratie, onvrede en psychische druk bij de jongeren zelf. Het veroorzaakt spanningen en druk in de gezinnen waar zij deel van uitmaken. En het heeft grote economische gevolgen: jongeren zijn immers een belangrijke motor van de economie. Als zij hun dromen en ambities niet kunnen waarmaken omdat er geen woning voor ze is, leidt dit tot economische stagnatie en schade.



Door **Judith Norbart**,  
Directeur, IVBN

## Innovatieve concepten

Er komen steeds meer voorbeelden van nieuwe woonconcepten die zelfstandig wonen voor jongeren haalbaar en betaalbaar maken. Woningen die doelmatig en juist voor de levensfase van jonge mensen zijn ontwikkeld. Woonconcepten waar je onderdeel bent van een bruisende woongemeenschap, met gemeenschappelijke voorzieningen en services die dat versterken. Plekken waar studenten en young professionals met veel plezier zelfstandig of samen met vrienden of familie wonen. Toch gebeurt dit nog niet op de schaal die nodig is. En dat ligt niet zozeer aan het

uitblijven van innovatie onder investeerders. Naast de uitdagende marktomstandigheden van dit moment, zijn vooral ook beleidsmakers en politici aan zet. Koudwatervrees, ingewikkeld beleid en verouderde principes leiden te vaak tot keuzes die de situatie niet vlot trekken. Neem het huidige WWS, het woningwaarderingssysteem, dat de gemeenschappelijkheid van dit type concepten onvoldoende waardeert. Maar ook gemeentelijke bouwvoorschriften en minimumeisen voor oppervlaktes maken het soms onmogelijk om juist het product te maken waar jonge mensen graag wonen en gedijen, en dat financieel haalbaar is.

## Oude principes loslaten

Jonge mensen zijn misschien wel meer dan ooit op zoek naar sociale woonomgevingen, plekken waar ze voorzieningen en ruimtes delen. Waar ze écht samenwonen en onderdeel zijn van een hechte en betrokken woongemeenschap van burens en buurt. Ze hebben liever een goede en efficiënt ontworpen woning van 45m<sup>2</sup> met een bruisende community en gedeelde ontmoetingsplekken, dan een woning die misschien wel groter is, maar waar iedereen achter zijn eigen voordeur leeft en elkaar niet tegenkomt.

Laten we dus in het belang van jonge mensen, de economie en de samenleving als geheel ruimte geven aan nieuwe ideeën en nieuwe concepten, innovatie toestaan, bestaand beleid zorgvuldig en verantwoord versoepelen en vernieuwing stimuleren. Daarbij hoort een genuanceerde dialoog en het uitgangspunt dat fouten worden gemaakt om van te leren.

Laten we met elkaar plekken maken waar jonge mensen hun dromen waar kunnen maken. Wooncomplexen die functioneren als dorpen in de stad. Waar mensen bereid zijn tot een solidaire manier van wonen, gebaseerd op delen en gebruiken in plaats van op bezitten. Dat is zeker niet de oplossing voor de hele woningmarkt, maar wel een belangrijke deeloplossing voor jonge mensen, die steeds meer in de knel komen. ■

# Huurwoningen verduurzamen, een positieve business case?

In 2050 wil de Europese Unie klimaatneutraal zijn. Dit betekent dat een flink gedeelte van de woningvoorraad verduurzaamd moet worden. Institutionele beleggers spelen een belangrijke rol in deze transitie. Maar verdienen zij de extra kosten wel terug?

Door Maarten van der Spek en Casper Hesp

Met ruim 440.000 geliberaliseerde woningen met een energielabel D of lager is de opgave in Nederland groot. Al deze woningen moeten in de komende jaren worden verduurzaamd. Dit betekent onder meer dat er extra isolatie en zonnepanelen moeten worden aangebracht en dat er (hybride) warmtepompen moeten worden geïnstalleerd. Het is geen goedkope transitie, want het kost al snel € 400 tot € 500 per vierkante meter om van label D naar A te gaan.

Veel institutionele beleggers erkennen de maatschappelijke noodzaak, maar vragen zich af of het investeren in duurzaamheid ook een positieve business case oplevert. Om die vraag te kunnen beantwoorden is het

belangrijk om te kijken in welke mate taxateurs duurzaamheidsinvesteringen meenemen in de waardering nadat een woning is verduurzaamd. De waardering bepaalt immers voor een groot deel het rendement op vastgoed.

Om het financiële effect voor beleggers zo goed mogelijk te analyseren, hebben we het rendement van een investering in verduurzaming vergeleken met een soortgelijke alternatieve belegging in vastgoed. Een belegger heeft namelijk de keuze om kapitaal te investeren in verduurzaming óf in een alternatief zoals een bestaand gebouw. Een analyse aan de hand van relevante benchmarks kan dit effect laten zien.

## SIME: cash flows verdisconteren

Voor het onderzoek is gekeken naar een sample van 50 verduurzaamde woningcomplexen met een waarde van circa € 850 miljoen uit de portefeuille van klanten van Achmea Real Estate. Voor de vergelijking is een aangepaste 'public market equivalent' (PME) gebruikt, die gehanteerd wordt in de markt voor private equity. In de PME worden cash flows verdisconteerd met het rendement van de publieke markt. Voor illiquide beleggingen zoals vastgoed is deze methodiek aangepast naar een 'standing investment market equivalent' (SIME).

Voor elk verduurzaamd woningcomplex is een regionaal relevante benchmark geselecteerd uit de MSCI-index. Bij de SIME worden de cash flows van de verduurzaamde objecten verdisconteerd met de standard investment benchmark. Een SIME van 1 geeft aan dat de rendementen van de verduurzaamde asset en de markt gelijk zijn. Een SIME van 1,2 geeft aan dat de verduurzaamde asset 20% meer rendement heeft

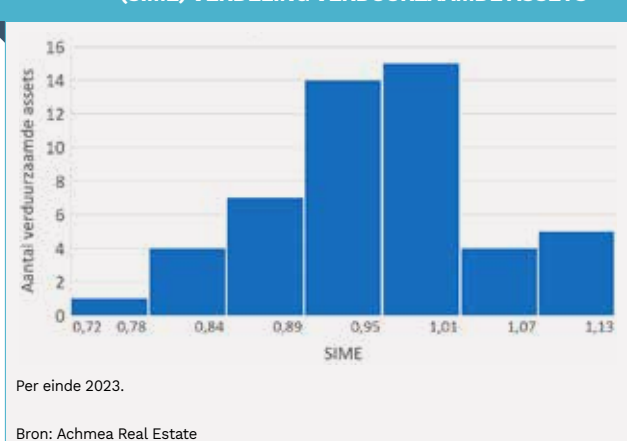
gemaakt dan de relevante markt over de gemeten periode.

## Historisch gezien geen extra rendement

De totaalresultaten laten eind 2023 een gemiddelde SIME zien van 0,93. Dit betekent dat de verduurzaamde assets cumulatief 7% minder rendement hebben gemaakt dan de relevante geografische benchmark. Van alle 50 verduurzaamde projecten hebben acht objecten (16%) een SIME van boven de 1. Zestien objecten (32% van 50) hebben een underperformance van 11% of meer (zie Figuur 1).

Kijken we meer in detail, dan zien we dat het relatieve rendement met bijna 40% van de investering wordt gereduceerd in het jaar dat een verduurzamingsinvestering wordt afgerond. Deze resultaten tonen duidelijk aan dat de investeringen in duurzaamheid door de taxateur niet direct vertaald worden in een hogere waardering. De taxateurs vertalen een investering in duurzaamheid dus niet één op één in de taxatie van een woning.

FIGUUR 1: STANDING INVESTMENT MARKET EQUIVALENT (SIME) VERDELING VERDUURZAAMDE ASSETS



‘De trend van rendabele verduurzaming zal zich ook voor de huurmarkt uitbetalen.’

## ‘Verduurzaming loont, maar het kost vooralsnog tijd voordat het in de financiële resultaten terug te zien is.’

De verschillen tussen woningprojecten zijn groot en daarom is het belangrijk om verder in te zoomen op de resultaten. Het blijkt dat de SIME in het jaar na de verduurzaming stabiliseert en zelfs een herstel vertoont in latere jaren. Dit betekent dat na het jaar van verduurzamen deze assets een outperformance laten zien ten opzichte van de relevante benchmark.

In het onderzoek is ook een verdere verfijning toegepast door te corrigeren voor leeftijd en type woning, aangezien de verduurzaamde woningen vaak wat oudere woningen zijn. In de analyse wordt vervolgens onderscheid gemaakt tussen objecten die vóór en ná 2021 zijn verduurzaamd.

In Figuur 2 geeft  $t=0$  het laatste jaar van verduurzaming aan (aangezien projecten over meerdere jaren verduurzaamd kunnen worden). Bij deze analyse

verbetert de gemiddelde SIME naar 0,95. Leeftijd en type woning zorgen dus voor een positief relatief effect van 2 procentpunten.

Net als in de voorgaande analyse is de trend positief na afloop van de verduurzaming. Opvallend is dat de negatieve impact bij woningen die recent zijn verduurzaamd zelfs bijna volledig gecorrigeerd wordt in de jaren na de verduurzaming.

### Outperformance na verduurzaming

Het gebruik van SIME is een goed instrument voor een goede vergelijking van het financiële nut van een verduurzaming versus een alternatieve beleggingsoptie. In de komende jaren zullen updates van de resultaten van deze analyses de daadwerkelijke langetermijneffecten moeten laten zien.

Toch toont deze analyse nu al een bemoedigend resul-

taat voor beleggers in vastgoed met een potentiële verduurzamingsopgave. Verduurzaming loont, maar het kost vooralsnog tijd voordat het in de financiële resultaten terug te zien is. Het sluit aan bij de trend die we al langer zien in de markt voor koopwoningen. Duurzame koopwoningen worden hoger gewaardeerd door consumenten, mede door bewustwording en extra hypothecaire leenmogelijkheden.

Ook binnen de kantorenmarkt zien we al langer de trend dat duurzame kantoren een duidelijke outperformance laten zien ten opzichte van niet-duurzame kantoren. Dit wordt enerzijds gedreven door wetgeving die het verplicht maakt om minimaal energielabel C te hebben, waardoor de verduurzamingskosten worden meegenomen in de taxatie. Anderzijds zijn huurders ook bereid om meer huur te betalen voor duurzame kantoren.

Wij verwachten dat de trend van rendabele verduurzaming zich ook voor de huurmarkt zal uitbetalen. Zo is er onder meer wetgeving op komst waarbij er meer huur gevraagd kan worden voor een duurzame woning ten opzichte van een niet-duurzame woning. Dit zal impact hebben op de waarde van een woning. Daarnaast zijn er ontwikkelingen zoals de DUPA 2.0, een initiatief van banken om meer inzicht te krijgen in de duurzaamheidskenmerken van objecten, die meegenomen kunnen worden bij taxaties. Dat gaat meer transparantie opleveren bij het waarderen van huurwoningen, wat belangrijk is voor institutionele beleggers. ■



**Maarten van der Spek**

Founder, Spek Advisory FZE



**Casper Hesp**

Director Investment Management, Achmea Real Estate

**FIGUUR 2: GEMIDDELDE SIME DOOR DE TIJD**



Bron: Achmea Real Estate

## IN HET KORT

Veel institutionele beleggers erkennen de noodzaak om oudere woningen te verduurzamen, maar vragen zich af of zij de extra kosten wel terugverdienen.

Onderzoek toont aan dat taxateurs de kosten van de verduurzaming niet meteen doorvertalen in de waardering van een woning

Op langere termijn lijkt verduurzaming financieel wel te lonen. In de jaren na de transitie laten verduurzaamde woningen een outperformance zien.

# Impact maken is vooral ook inzetten op huurders-tevredenheid en duurzaamheid

Door klimaat- en sociale doelstellingen te combineren is het mogelijk met impact in woningen te beleggen. Ambitieuze doelstellingen kunnen voorts het rendement verbeteren. Minder energieverbruik en betaalbare woningen leveren immers meer tevreden huurders op. ‘Ze blijven langer en zorgen beter voor de woning,’ zo betoogt Paul Oremus, Country Manager bij CBRE Investment Management.

Door Harry Geels

## Op welke uitdagingen stuiten vastgoedmarkten bij het nastreven van de doelstellingen van het Klimaatakkoord van Parijs?

‘Eigenlijk zien we drie grote trends. Ten eerste zijn we van plannen naar uitvoering gegaan. Er wordt nu echt verduurzaamd, daar waar de sector enkele jaren geleden nog vooral het energieverbruik en de CO<sub>2</sub>-uitstoot aan het meten was. De Parijsdoelen moesten zich de afgelopen jaren ook nog uitkristalliseren. Inmiddels hebben de meeste beleggers die een duurzaam beleid hebben duidelijk meetbare doelstellingen geformuleerd. Voor ons geldt dat wij in 2040 ‘Paris proof’ willen zijn, met een tussendoel in 2030 om te voorkomen dat we nog een onzekere eindsprint moeten maken.

Ten tweede zien we dat er naast uitstoot ook steeds meer naar klimaatadaptatie wordt gekeken. De klimaattransitie is onomkeerbaar, dus moeten we weten wat de impact is van bijvoorbeeld hittestress en de zeespiegelstijging op onze portefeuilles.

Ten derde is de sector met embodied carbon aan de slag gegaan. Dat vraagt met name om al in de bouwfase slim na te denken over eventuele uitstoot als gevolg van materiaalkeuze en productietechnieken. Dat is belangrijk bij nieuwbouw, maar ook bij de renovatie van bestaande woningen. En ook hier kunnen we tegenwoordig al behoorlijk ambitieuze doelen realiseren zonder dat dit ten koste gaat van de rendementen die we nastreven.

De grote uitdaging van verduurzaming zit vooral in bestaande bouw. Technisch kan er veel, maar het is lastig om de kosten van verduurzaming in de pas te laten lopen met de opbrengsten. En daar hebben we als extra complicatie dat 70% van onze bewoners vóór de aangedragen verduurzamingsprojecten moet stemmen. Dat percentage wordt lang niet altijd gehaald. Soms omdat mensen niet geloven in de noodzaak, maar vaak omdat ze de overlast niet accepteren.’

## Er ligt in Nederland veel nieuwe wetgeving klaar: de verlenging van de Wet Nijboer, de nieuwe Huurwet, de Wet Versterking regie volkshuisvesting. Is dat bevorderlijk voor de klimaatdoelstellingen en het aanbod van betaalbare, duurzame woningen op hoogstedelijke plekken?

‘In het algemeen zie je dat hoe meer regulering er in een land is, des te soberder de woningen worden. Als huren worden afgetopt, beperkt dat immers de mogelijkheden om te investeren in duurzaamheid. Overigens biedt de nieuwe huurwet in Nederland wel enige compensatie, omdat er meer punten worden toegekend aan bepaalde duurzame investeringen. Het is eigenlijk best bijzonder dat al deze regels worden uitgestrooid over de markt. De Raad van State heeft expliciet gewaarschuwd dat deze wetten niet bijdragen aan oplossingen voor de kern van het probleem: het woningtekort. De enige echte oplossing daarvoor is meer bouwen. De nieuwe regels maken het voor investeerders juist minder aantrekkelijk om nieuwe woningen toe te voegen. We zien nu al een averechts effect: huurwoningen die en masse worden verkocht. Het aanbod van betaalbare huurwoningen – de eigenlijke politieke doelstelling achter de nieuwe regelgeving – wordt dus juist kleiner.’

## Wat zijn jullie expliciete duurzaamheidsdoelstellingen?

‘We willen in 2030 een gasloze, volledig energielabel A gecertificeerde woningportefeuille hebben, waarvoor 25% van de benodigde energie duurzaam wordt

opgewekt. Op dit moment heeft 80% van onze woningen energielabel A, is bij 62% het energieverbruik gasloos, en wordt er bij 20% energie opgewekt met alternatieve bronnen. We liggen daarmee voor op onze planning. Deze doelstellingen komen overigens niet alleen voort uit de wensen van onze klanten, de investeerders. Ze zijn ook gebaseerd op onze eigen principes en overtuigingen. Gasloos worden is enerzijds een milieudoel, maar tegelijkertijd ook een economisch doel. De gasprijs gaat in de komende jaren via extra belastingen namelijk verder oplopen, dus het speelt een grote rol in het betaalbaar houden van woningen voor huurders. Wij vinden dat niet meer dan 30% van het besteedbaar inkomen zou moeten worden uitgegeven aan huur. Minimaal 80% van onze huurcontracten moet wat ons betreft aan deze norm voldoen.'

### Hoe ziet jullie internationale strategie eruit?

'Onze Europese woningstrategie is gericht op betaalbare en duurzame huurwoningen in de grote steden in Europa. We willen een positieve bijdrage leveren aan het oplossen van het woningtekort, dat niet alleen in Nederland, maar ook in de meeste andere Europese landen bestaat. Dat is niet makkelijk, maar wij zien het wel als een belangrijke opgave voor het maatschappelijke kapitaal waarmee we investeren.'

Bouwen in grote steden geeft de nodige uitdagingen. De doorlooptijden zijn vaak lang, bijvoorbeeld door bezwaarprocedures van omwonenden, maar ook door de strengere regels. En de investeringen in hoogwaardige en duurzame woningen die tevens betaalbaar zijn, zijn complex, zeker in de grote steden. Maar het kan wél: we hebben inmiddels een forse woningportefeuille verspreid over Europa. De zwaartepunten daarvan liggen in Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, met een kleinere allocatie naar diverse Zuid-Europese landen, Scandinavië en de Benelux. Wij denken overigens dat het juist nu een goed moment is om in de woningmarkt te stappen. In Nederland zijn de grootste discussies over nieuw beleid vermoedelijk gevoerd en staan we aan de vooravond van een hopelijk stabiele regering die consistent beleid gaat voeren. Daarnaast zijn de huizenprijzen in diverse markten – door al die regelgeving en, niet te vergeten, de gestegen rente – gezakt, of al langere tijd amper gestegen. We zien ook dat de beleggingsmarkt aan het uitbodemen is en dat institutionele investeerders



CV

Paul Oremus

Paul Oremus is Country Manager & Fund Manager bij CBRE Investment Management. Hij is sinds 1998 werkzaam bij het bedrijf waar hij begon op de afdeling Treasury & Risk en in 2000 overstapte naar de afdeling Corporate Control. Na verschillende rollen binnen het bedrijf te hebben vervuld, waaronder die van CFO/COO Nederland, werd hij in 2014 benoemd tot Fund Manager van het Nederlandse woningplatform. In 2021 lanceerde Oremus de Europese impact woningstrategie.

klaarstaan om hun kapitaal weer te investeren in de Nederlandse woonmarkt. Er zit op de langere termijn potentieel in de markt.'

### Hoe maken jullie het verschil?

'We hanteren vier pilaren: locatie, betaalbaarheid, klanttevredenheid en duurzaamheid. We hebben een relatief grote allocatie naar grote steden omdat vooral daar de woningdruk groot is. Verder leggen we expliciet de nadruk op huurders- tevredenheid. Wij kijken naar de specifieke wensen en behoeften van de verschillende doelgroepen op de woningmarkt. Starters, jonge stellen zonder kinderen, gezinnen of juist ouderen, allemaal hebben ze totaal andere criteria en behoeften. Door klanttevredenheid zwaar te laten wegen in de strategie, zorgen we ervoor dat we huurwoningen toevoegen waar ook daadwerkelijk vraag naar is en die in bredere zin beantwoorden aan specifieke behoeften. Terwijl studenten en starters op zoek zijn naar plekken waar ze elkaar kunnen ontmoeten en faciliteiten kunnen delen, weegt voor gezinnen veiligheid en de nabijheid van sportverenigingen en scholen zwaarder. We proberen de verschillende doelgroepen steeds zo goed mogelijk te bedienen, met het idee dat tevreden huurders goed voor hun woning en woonomgeving zorgen, fijne burens zijn, en vaak langer in hun huis blijven wonen.' ■

# Trade finance: between disruptions and demand

Disruptions to global trade are in the news almost every week. This begs the question: how do these disruptions impact trade finance investors and what drives deal flow activity for them?

By *Martin Opfermann* and *David Newman*

Recently there have been many headlines about how global trade gets disrupted. Attacks by Houthi rebels on merchant ships passing through the Red Sea have led to a 50% drop of ships passing through the Suez Canal, forcing ships to take the longer route around the Cape of Good Hope. Passages through the Panama Canal are also down by a third due to a severe drought. A recent shipping accident in the Baltimore port has temporarily cut off shipping routes for some EU car manufacturers to their US customers. The effects of different events on trading volume is shown in Figure 1.

The impact of these disruptions will not be the same across different market segments of trade finance. Most impact will be felt in commodity trade finance. Goods are mostly in transit and any delay will force commodity trading houses to hold working capital for longer, which means that they need more working

capital to ship the same quantity. This can lead to higher defaults for investors. Small and medium-sized enterprises may also be affected by trade disruptions, but companies will have more leeway to buffer adverse working capital requirements compared with smaller trading houses. Large-cap oriented trade finance strategies should be least affected, as their companies typically have large working capital lines from banks or commercial paper programs to buffer these delays.

## Geopolitics affecting global trade

While the pictures of accidents and attacks make the headlines most often, structural trends have also been negatively impacting global trade: geopolitics has reversed globalization and has led to a reshoring or friend-shoring of corporate supply chains. The number of companies mentioning the trend in their earnings calls has surged since the start of the Ukraine war.

In addition, protectionism has been on the rise for a few years now. As such, the number of policy interventions that restrict goods and services trade has been surging: 2023 saw almost 3,000 restricting government actions globally (see Figure 2).

These trends have slowed down the growth rate of global trade. As such, 2020-2024 was the half-decade with the lowest growth since the early 1990's.<sup>1</sup>

## Growing demand for trade finance

Despite a slowing growth of global trade, demand for trade finance has been on the rise. The so-called trade finance gap, which measures

the difference between demand for trade financing and its supply, has been increasing in the past years. It now stands at \$ 2.5 trillion, up from \$ 1.5 trillion a few years ago.<sup>2</sup> The reasons why this demand cannot be satisfied are multifold, from limitations for emerging markets and SME risk appetite to KYC onboarding costs.

The World Trade Organization estimated that of the \$ 17 trillion trade around 80-90% rely on financing.<sup>3</sup> Others put the size of the trade finance market at around \$ 5 trillion.<sup>4</sup> The banking industry provides the lion share of this financing, whereas trade finance provided by asset managers is very small in relative terms.

## Bank syndication as driver

Irrespective of the direct impact of any trade disruptions, it is the risk appetite of banks that is the major driver for the trade finance asset management industry. Banks syndicate assets to non-bank investors, which typically consist of insurance companies, pension funds, family offices, corporates, local govern-

**FIGURE 1: DAILY TRANSIT TRADE VOLUME**



Note: million metric tons, 7-day moving average. Source: UN Global Platform, IMF PortWatch



## ‘Despite a slowing growth of global trade, demand for trade finance has been on the rise.’

ments and other institutional investors. Their syndication determines asset supply. Banks also compete against non-banks for financing facilities. If banks want to grow their trade books, competition can be fierce, irrespective of whether non-bank investors source directly from corporates or buy syndicated transactions from banks or fintechs. The factors driving banks’ actions are multifold: one is the availability of credit insurance which determines whether banks are able to hold exposure at optimal risk capital charges. Moreover, bank regulation, the general corporate default cycle, and the seasonality of many sectors also have an impact. Besides, many banks have several trade finance business lines/departments/books as well as several syndication desks. Asset managers need to have good relationships to be able to manage through changes of responsibilities or employee departures and ensure uninterrupted deal flow.

Lastly, bank syndication is also driven by operations and systems. As most banks have been active in trade finance for many decades, they typically operate many legacy systems which are dependent on the line of business and the country. The ability to connect to every part of a bank is key for asset managers.

### Fintechs on the rise

The world has seen a huge wave of fintech start-ups over the past decade. The trend was fueled by ultra-low interest rates and large flows into venture capital. While those trends have reversed over the past two years, there are many fintechs that have already reached self-sustainability. Their business models center around sourcing, underwriting, and operations, but most often require funding from third parties. Asset managers are the natural partner for those businesses, as they are usually not perceived as direct competition. It is therefore no surprise to see many asset

managers partnering with fintech companies.

### Contradicting trends, how do investors navigate them?

Slowing macro trends, changing bank syndication, growing fintech market share: where does this leave institutional investors in the field? It is important to focus on what can be influenced, and to be prepared for what can’t be. It is not about attempting to forecast global macro trends or the supply and demand dynamics of global trade. Instead, it is key to be prepared for every outcome and establish a robust and resilient sourcing framework that does not depend on a single sector, geography, or isolated segment of the market. This is also an important aspect in particular for institutional investors with an insurance background. In addition, it is necessary to maintain a very open dialogue with sourcing partners. And it might sound basic, but not to overpromise and to underdeliver is a must: reliability is key in every syndication relationship. ■

- 1 World Bank, Global trade has nearly flattened. Populism is taking a toll on growth (2024).
- 2 Asian Development Bank (2022).
- 3 World Trade Organization (2024).
- 4 McKinsey & Company, Reconciling the global trade finance ecosystem (November 2021)



**Martin Opfermann**

Lead Portfolio Manager,  
Trade Finance,  
Allianz Global Investors



**David Newman, CIO**

Head of Global High Yield,  
Allianz Global Investors

## SUMMARY

Recently, many disruptions affected global trade.

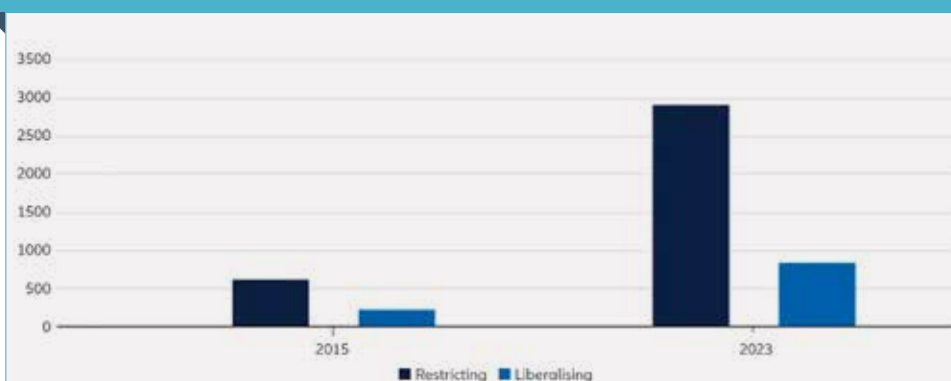
Structural trends have been impacting global trade negatively: geopolitics has reversed globalization, leading to a reshoring or friend-shoring of corporate supply chains.

Protectionism is on the rise, with a number of policy interventions that restrict goods and services trade.

Despite that, demand for trade finance has been on the rise.

Risk appetite of banks, slowing macro trends, changing bank syndication, and growing fintech market share drive deal flow. Non-bank investors require a platform that is able to connect with many partners and quickly adapt to changing deal flow.

**FIGURE 2: NUMBER OF TRADE POLICY INTERVENTIONS AFFECTING GOODS AND SERVICES TRADE**



Note: restricting/liberalizing measures are interventions that discriminate against/benefit foreign commercial interests. Adjusted data for reporting lags as of 31 December 2023. Source: Global Trade Alert, World Bank

# Fundamentals zijn nog steeds cruciaal bij een zachte landing

Onlangs vond in Beverly Hills de jaarlijkse Milken Institute Global Conference plaats. De sfeer onder de aanwezige beleggings-professionals was in vergelijking met het jaar ervoor opmerkelijk anders.

Door Seema Shah

Vorig jaar werd het sentiment er vooral gekleurd door de vraag wat de Fed zou gaan doen tegen de achtergrond van zorgen over de Amerikaanse economie. Hoewel beleggers dit jaar nog steeds onzeker zijn over het rentetraject van de Fed, maken ze zich er dit jaar echter weinig zorgen over, omdat de groei van de Amerikaanse economie sterk is en de winsten er nog steeds goed uitzien.

Dat heeft ertoe geleid dat veel beleggers een positief gevoel hebben over de risico-omgeving, zonder dat ze hoeven te weten wat de Fed gaat doen. Vooral nu de verkiezingen in de VS naderen, zou onzekerheid over wat de Fed gaat doen geen grote bezorgdheid voor

**‘Het identificeren van dit soort bedrijven vereist een bottom-up analyse van fundamentals, in plaats van bredere sectorbenaderingen.’**



beleggers mogen veroorzaken, aangezien er kansen blijven bestaan in risicovolle assets, waaronder aandelen. Economische groei en de veerkracht van consumenten hebben in feite de basis gelegd voor solide beleggingen in alle beleggingscategorieën.

Bij een zachte landing zouden risicoassets zoals aandelen relatief beter moeten presteren. Maar gezien de diversiteit van potentiële macro-economische- en renteomgevingen moeten aandelenbeleggers hun beslissingen zorgvuldig afwegen, met of zonder deze omstandigheden.

## Een zachte landing – waar liggen de kansen in aandelen?

Bij versoepeling door de centrale bank tegen de achtergrond van een zachte landing, zoals in 1995, betreedt de economie historisch gezien een midden-cycluspositie, waarbij de groei wordt gestimuleerd door renteverlagingen, waardoor de economische expansie, de winststijgingen,

en dus de marktrally worden verlengd.

De aandelenmarkten hopen opnieuw op een gouden combinatie van een zachte landing en renteverlagingen. Dit zou een verbreding van de marktrally naar andere, meer cyclische aandelensectoren ondersteunen.

Desalniettemin was in 2024, net als in 2023, het bezit van de Magnificent Seven-aandelen de enige beleggingsbeslissing die tot nu toe echt belangrijk was. Ze boekten een totaalrendement van 13,6% in het eerste kwartaal van 2024, na een uitmuntend totaalrendement van 107% vorig jaar, goed voor het grootste deel van de S&P 500-winsten in 2023.

Hoewel de Magnificent Seven, ondanks dat hun waarderingen doen denken aan de tech-zeepbel uit de jaren 2000, hun positieve prestaties waarschijnlijk zullen voortzetten, zijn large-cap-aandelenwaarderingen het meest

## ‘Europa is aanzienlijk minder opgerekt dan de Amerikaanse markt.’

opgerekt, terwijl small- en mid-cap-waarderingen relatief aantrekkelijk blijven. Naarmate beleggers willen profiteren van de zachte landing en een uiteindelijke renteverlaging, zullen de cyclische kenmerken van Amerikaanse small-caps steeds aantrekkelijker worden.

Maar de Amerikaanse markt is niet de enige die dit jaar nieuwe recordhoogtes heeft bereikt. Europa bereikte ook records, ondanks de groten-deels zwakke economie. En de Japanse Nikkei 225 bereikte haar oude recordhoogtepunt van 1989, mede doordat bedrijven profiteerden van een zwakke yen.

Europa is aanzienlijk minder opgerekt dan de Amerikaanse markt, terwijl opwaartse economische verrassingen en een duidelijk tariefverloop lijken te wijzen op een komende periode van relatief goede prestaties. In Japan, waar aandelen nu duidelijk hoog gewaardeerd zijn, bieden de terugkeer van inflatie, positieve rentetarieven, en hervormingen in corporate governance mogelijkheden om waarde te realiseren. Ondertussen zal de Chinese aandelenmarkt blijven worstelen, tenzij beleidsmakers met nieuwe en impactvolle stimuleringsmaatregelen komen.

Hoewel de wereldwijde waarderingen dus zijn opgerekt, liggen er kansen om te profiteren van de constructieve macro-achtergrond, zoals in Latijns-Amerika, waar aantrekkelijke waarderingen en posi-

tieve fundamentals samen een zeer sterk beleggingsargument vormen.

### Fundamentals zijn nog steeds cruciaal

Ondanks deze gunstige achtergrond zullen verstandige aandelenbeleggers niet alleen vertrouwen op een zachte landing en een verbrede rally voor positieve rendementen. Zij moeten ook voorbereid zijn op een minder goedgezind economisch klimaat. Hoewel er een wijdverbreide aanname is dat de inflatie zal terugkeren naar de 2%-doelstelling van de Fed, laat recente data zien dat het inflatieverloop is afgevlakt en dat prijzen hardnekkiger zijn dan verwacht. Als deze trend aanhoudt in 2024, zal dit reële implicaties hebben voor bedrijven.

Veel managementteams melden dat ze het gevoel hebben dat hun bedrijven er, samen met de economie als geheel, goed voor staan. Maar nu de kracht van de economie een verdere inflatievertraging belemmert, verwachten we een omgeving waarin de fundamentals van bedrijven, met name hun prijszettingsvermogen, cruciaal zullen zijn voor wie er wint en verliest.

In de afgelopen drie jaar hebben veel bedrijven de inflatiegolf doorstaan door stijgingen in input-kosten door te berekenen aan consumenten. Maar na aanzienlijke prijsverhogingen te hebben doorgevoerd, worden bedrijven nu terughoudender om verdere

kosten door te berekenen aan consumenten. Bedrijven zonder prijszettingsvermogen zijn sneller gedwongen om hogere kosten te absorberen, wat hun marges onder druk zet. En als de inflatie en rentes langer hoog blijven, is geen enkele sector immuun.

Degenen die het beste in staat zijn om door de inflationaire tegenwind te navigeren, zijn waarschijnlijk de bedrijven die hun voordelen optimaal benutten en kosten blijven doorberekenen aan klanten. Voor beleggers vereist het identificeren van dit soort bedrijven een bottom-up analyse van fundamentals, in plaats van bredere sectorbenaderingen.

Een voorbeeld: een vrachtwagenfabrikant genereerde in 2023 recordverkoop en -inkomsten, tegen een achtergrond van wat men in de branche een ‘truckrecessie’ noemde. Nadat het bedrijf onlangs het productassortiment had vernieuwd om operators echte, meetbare efficiëntievoordelen te bieden, was het niet alleen succesvol wat betreft marktaandeel, maar ook wat betreft prijsstelling. Naast de verkoop van vrachtwagens heeft het bedrijf een handel in terugkerende onderdelen die aanzienlijk winstgevender is dan het bedrijf als geheel. Dat biedt een buffer voor de winstgevendheid in tijden van tegenvallende vrachtwagenverkoppen.

Zoals dit voorbeeld laat zien, moeten beleggers een bottom-up analyse van fundamentals inzetten om deze zeldzame kansen op te sporen, buiten de large-cap spreads die onvermijdelijk blijven. ■



**Seema Shah**

Chief Global Strategist,  
Principal Asset Management

### IN HET KORT

Nu data steeds meer wijst op een zachte landing, zouden risicoassets zoals aandelen relatief betere prestaties moeten laten zien.

Cyclische Amerikaanse small-caps zullen steeds aantrekkelijker worden, terwijl Europese en Japanse aandelen omhoog zijn geschoten.

Een bottom-up analyse van fundamentals blijft cruciaal bij het vinden van kansrijke aandelen.

# Family offices hebben steeds groter aandeel in institutionele beleggingsmarkt

Hoewel Mercer in Nederland van oudsher vooral pensioenfondsen bedient, richt het bedrijf zich al ruim tien jaar op een bredere groep beleggers, waaronder een groeiend aantal family offices. Huub Ten Holter, Investment Leader, en Laura Rebel, Principal Business Development, beiden van Mercer: ‘Family offices willen dezelfde benadering als institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars.’

Door Ronald Bruins

‘Family offices willen op dezelfde professionele wijze risico’s managen. En ze gaan ook voor een goed gediversifieerde portefeuille gebaseerd op een langetermijndoelstelling, investment beliefs en een risicobudget,’ legt Rebel uit. Ten Holter vervolgt: ‘Het aantal vermogende families neemt toe en daarmee ook het aantal family offices. Dat vermogen is bijvoorbeeld vergaard door ondernemerschap in sectoren zoals ICT, vastgoed, retail, of venture capital. Het oprichten van een family office zorgt ervoor dat het kapitaal wordt beheerd volgens de langetermijndoelstellingen van de familie, ook voor toekomstige generaties. Het eerste family office dat bij Mercer aanklopte, meer dan tien jaar geleden en aangestuurd door een voormalig pensioenfondsbestuurder, had de vraag of we de dienstverlening voor

**‘Het aantal vermogende families neemt toe en daarmee ook het aantal family offices.’**

pensioenfondsen ook voor het family office konden uitvoeren. Sindsdien is het aantal family offices in onze portefeuille sterk gestegen.’

## Elk family office is anders

Ieder family office heeft een eigen visie en doelstelling. Rebel: ‘Investment beliefs, risicotolerantie, impact- en ESG-voorkeuren, beleggingen in private markten, liquiditeitsvereisten en regiorestricties: geen family office is hetzelfde. Om een volledig beeld te krijgen van de doelstellingen en risicopreferentie van een family office, organiseren wij interactieve workshops voor de belangrijkste stakeholders. Hierbij schuiven experts aan vanuit verschillende beleggingscategorieën en -thema’s. Hoewel voor het overgrote deel van de family offices geldt dat de beleggingshorizon lang is, kan de tussentijdse liquiditeitsbehoefte van partij tot partij sterk verschillen. Modelportefeuilles en real life cases vormen een mooi startpunt voor het bepalen van de strategie. De ene partij streeft bijvoorbeeld naar het maximaliseren van rendement op de lange termijn en accepteert een behoorlijke volatiliteit van de portefeuillerendementen op de korte termijn. Terwijl een andere partij vooral het behoud van het vermogen voor toekomstige generaties belangrijk vindt.’

## Geen traditionele institutionele belegger

Veel family offices doen wat betreft belegbaar vermogen niet onder voor een klein tot middelgroot pensioenfonds. Desondanks is er zeker een aantal belangrijke verschillen tussen dit type belegger en een traditionele institutionele partij. Ten Holter: ‘Het voornaamste verschil is dat het aantal ‘belanghebbenden’ dat door een family office wordt gerepresenteerd beduidend kleiner is dan bij een pensioenfonds of verzekeraar. Daarnaast zijn wet- en regelgeving en toezicht volledig anders georganiseerd. Dat leidt tot meer uitgesproken strategieën. Bijvoorbeeld bij een overweging in venture capital of impactbeleggingen.’ Over het algemeen is de risicotolerantie bij family offices hoger dan bij traditionele institutionele beleggers, constateert Rebel. ‘Vaak is er een relatie tussen hoe het vermogen is vergaard, de risicobereidheid en het type beleggingen waar de voorkeur naar uitgaat.’ Ten Holter: ‘Let wel, er bestaat bij family offices een sterk gevoel van verantwoordelijkheid om



## CV

### Huub Ten Holter

Huub Ten Holter, CEFA RFD, werkt sinds maart 2022 als Investments Leader voor Mercer in Nederland. Hij is daar verantwoordelijk voor Investment Consulting en Investment Solutions/ Delegated Solutions. Daarvoor vervulde hij diverse managementfuncties bij verschillende werkgevers, waaronder Van Lanschot Kempen, Achmea en ING Bank. Bij Mercer houdt hij zich bezig met business development en adviseert hij institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen, verzekeraars, stichtingen, schenkingen, goede doelen en family offices, en beheert hij hun vermogen.

het vermogen in stand te houden en door te geven aan volgende generaties. Vanuit die gedachte, en met de risicotolerantie in het achterhoofd, streven we stabiliteit na in de portefeuilles, zodanig dat de portefeuille zich in alle marktscenario's staande houdt.'

#### Flexibele aanpak en open architecture

De grote verscheidenheid aan beleggingsdoelstellingen en -voorkeuren van family offices vraagt om brede expertise. Rebel: 'Over de gehele beleggingscyclus heen en ten aanzien van maatwerkoplossingen. Onze aanpak voor family offices is beproefd en gestoeld op onze decennialange ervaring met traditionele institutionele beleggers. Ons wereldwijde researchapparaat vormt dan ook het fundament van onze investmentsdienstverlening. Dit stelt ons in staat onze klanten beter te adviseren over de gehele beleggingscyclus. Van het vaststellen van de investment beliefs en de risicohouding



## CV

### Laura Rebel

Laura Rebel is sinds eind 2019 werkzaam voor Mercer Nederland als Principal Business Development Financial Sector Clients. In haar rol verbindt zij de behoeften van institutionele beleggers aan de brede dienstverlening die Mercer wereldwijd aanbiedt op het gebied van beleggingsadvies, -research en -implementatie. Daarnaast is zij verantwoordelijk voor adviesdienstverlening aan een aantal grote institutionele beleggers, waaronder family offices. Ze is ook betrokken bij specialistische projecten, met name op het gebied van strategie, governance en risicomanagement.

tot de implementatie van gediversifieerde portefeuilles. We verschaffen family offices via ons platform toegang tot de hoogstgewaardeerde vermogensbeheerders en beleggingsoplossingen. De open architecture-aanpak waarborgt daarbij de kwaliteit en flexibiliteit van onze advisering. Verder kunnen wij, gegeven onze omvang, behoorlijke kortingen bedingen op de beheervergoedingen. We adviseren wereldwijd momenteel namelijk over zo'n zeventien biljoen euro. Dat biedt duidelijk schaalvoordelen.' ■

**'Er bestaat bij family offices een sterk gevoel van verantwoordelijkheid om het vermogen in stand te houden en door te geven aan volgende generaties.'**

# Building private credit portfolios

As investors seek to deepen their understanding of the risks and characteristics of different types of alternative investments, an important area of focus is on integrating private credit into portfolios. We believe there will be increased demand<sup>1</sup> for the democratization of private market investments.

By Daniel Murphy and Juliana Hadas



**Daniel Murphy**

Head of Alternatives Portfolio Solutions, Goldman Sachs Asset Management



**Juliana Hadas**

Portfolio Solutions for Alternatives Capital Markets and Strategy, Goldman Sachs Asset Management

Private credit has evolved into a diversified<sup>2</sup> asset class that offers the potential for return enhancement and diversification relative to public credit investments. Having grown seven-fold since the global financial crisis, private credit stands at \$ 1.7 trillion in assets under management.<sup>3</sup> Encompassing a wide array of investment strategies across different risk and seniority levels, private credit can offer exposures ranging from pure credit to solutions structured as credit/equity hybrid vehicles, lending against a variety of underlying assets, and borrowers. This growth and maturation, as well as greater recognition of the attractive features of private credit (including a 5% annualized outperformance over broadly syndicated loans in the past decade),<sup>4</sup> seems to have increasingly led investors to assign it a dedicated portfolio allocation. A dedicated

allocation calls for a strategic approach to portfolio construction that considers investment exposures, sizing, and positioning.

## Public-private parallels

Private credit strategies can play different roles in a portfolio, in alignment with the overall asset allocation. Investors can access varying positions on the credit quality spectrum, risk and return targets, yield versus growth profiles, and the degree of sensitivity to the economic cycle. We believe investors should look beyond a single, monolithic definition of private credit, employing a more granular and sophisticated approach to allocating across private credit strategies. This approach can start with a framework for classifying available opportunities. One potential framework is to draw parallels between private credit investment strategies and their closest counterparts in public markets. This framework can help define portfolio characteristics, roles, and diversification approaches for a private credit portfolio.

## Framework for private and public credit strategies

Private credit strategies can be broadly classified into three categories based on the underlying borrower and collateral type: corporate credit, real asset credit, and specialty and alternative finance. Corporate credit includes lending to companies for operations or business expansion, and to private equity managers to finance leveraged buyout

transactions. This is the largest segment of private credit (\$ 1.5 trillion AUM) and is the core of most investors' private credit portfolios.<sup>5</sup> Real asset credit (\$ 400 billion AUM) comprises lending to owners or developers of real estate or infrastructure assets for acquisition, improvement, maintenance (including refinancing), or development.<sup>6</sup> The third segment, specialty finance, includes niche strategies that provide loans that are backed by equipment, future revenue streams like royalty payments, or financial asset pools such as consumer lending and investment fund financing.

The key components of return, and their associated key risks, can be grouped across the spectrum of private credit strategies. These return components contain elements of both market beta<sup>7</sup> (broad market exposure) and manager alpha<sup>8</sup> (manager-specific return), with the balance differing by strategy as well. Beta exposures generally form the core of an allocation to a particular asset class as they offer access to desired sources of return. Alpha is opportunistic and dependent on implementation and manager selection.

## Risk and return drivers in private credit

The base rate (typically the Secured Overnight Financing Rate) is pure beta, compensation for the time value of money. The credit spread over this base rate has elements of market-wide levels (beta) and manager-specific premium (alpha). This

## ‘Investing across the capital structure can be an intuitive way of diversifying underlying beta exposures.’

alpha may come from loan parameter customization associated with more complex businesses, assets that require meaningful skill to accurately underwrite, or the ability to offer one-stop solutions in size. Structuring likewise has both beta and alpha components. Loan covenants and structural protections act as a source of potential credit alpha. Investment structures that offer potential equity upside, such as warrants and convertibles, represent equity beta exposure, while also offering the potential for alpha (this is the case particularly in structured solutions). Finally, we believe write-downs, or the avoidance thereof, represent the largest alpha-based opportunity. They reflect the investment manager’s skill in minimizing defaults and maximizing recoveries.

We believe diversifying<sup>2</sup> across the underlying sources of risk is an important part of risk management<sup>9</sup> in private credit portfolio construction. This includes evaluating the nature of risks in each strategy and the trade-offs the investor wishes to make among them.

Investing across the capital structure can be an intuitive way of diversifying underlying beta exposures.

Performing credit tends to move with the economic cycle, with junior credit being more sensitive to the cycle than senior credit. Distressed and opportunistic strategies may be counter-cyclical, finding a greater number of attractive investment opportunities when the economy is challenged. Hybrid capital opportunities may be less cyclical, with opportunities across market environments.

Diversifying across borrower type can be another risk management strategy. Different underlying collateral types may have different sensitivities in a particular economic environment. Real estate or infrastructure assets will not move perfectly with the corporate cycle. In infrastructure, for instance, many assets are engaged in providing essential services – transportation, energy, waste management – that are less sensitive to the overall economy. In real estate, demand for residential multi-family property is sensitive to the health of the economy, but sector-specific supply factors have offset some of this sensitivity in the current cycle. In specialty finance, the idiosyncratic nature of many loans and underlying collateral assets makes for lower sensitivity to the economic cycle and

lower correlations to other investment strategies.

Diversifying across these segments will not diversify away all risk. The various strategies are not uncorrelated. Rather, they are imperfectly correlated to each other. Some systematic return drivers, such as overall credit availability and risk appetite, are related to the broader economy and therefore shared across investment strategies. We believe the variability of alpha across funds represents idiosyncratic risk and makes the decision of how many and what kind of private credit managers to invest in, a critical part of risk management. ■

### Disclaimer

This material does not constitute an offer or solicitation in any jurisdiction where or to any person to whom it would be unauthorized or unlawful to do so. Prospective investors should inform themselves as to any applicable legal requirements and taxation and exchange control regulations in the countries of their citizenship, residence or domicile which might be relevant. This material is provided for informational and educational purposes only and should not be construed as investment advice or an offer or solicitation to buy or sell securities. This material is not intended to be used as a general guide to investing, or as a source of any specific investment recommendations, and makes no implied or express recommendations concerning the manner in which any client’s account should or would be handled, as appropriate investment strategies depend upon the client’s investment objectives. Capital is at risk. This column is provided for information purposes only and do not constitute legal advice. If you have any queries regarding the contents of this column, you should contact your legal and other professional advisers. By providing the requested information, you agree that your responses are and shall be treated as representations and warranties as to your status. We will rely on the information you provide when reporting on your behalf. To the extent that any information you provide is incorrect, this may result in a breach of your legal or regulatory obligations and/or representations and warranties given to counterparties on your behalf. This marketing communication is disseminated by Goldman Sachs Asset Management BV, including through its branches (“GSAM BV”). GSAM BV is authorised and regulated by the Dutch Authority for the Financial Markets (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, The Netherlands) as an alternative investment fund manager (“AIFM”) as well as a manager of undertakings for collective investment in transferable securities (“UCITS”). Under its licence as an AIFM, the Manager is authorized to provide the investment services of (i) reception and transmission of orders in financial instruments; (ii) portfolio management; and (iii) investment advice. Under its licence as a manager of UCITS, the Manager is authorized to provide the investment services of (i) portfolio management; and (ii) investment advice. Information about investor rights and collective redress mechanisms are available on [www.gsam.com/responsible-investing](http://www.gsam.com/responsible-investing) (section Policies & Governance). Capital is at risk. Any claims arising out of or in connection with the terms and conditions of this disclaimer are governed by Dutch law. No part of this material may, without GSAM’s prior written consent, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person that is not an employee, officer, director, or authorized agent of the recipient. 373168.

- 1 The economic and market forecasts presented herein have been generated by Goldman Sachs Asset Management for informational purposes as of the date of this presentation. They are based on proprietary models and there can be no assurance that the forecasts will be achieved. Please see additional disclosures at the end of this presentation.
- 2 Diversification does not protect an investor from market risk and does not ensure a profit.
- 3 Preqin, AUM for private credit (excluding funds of funds), real estate debt and infrastructure debt. As of December 2022, compared to June 2023.
- 4 Cambridge Associates, as of 12/31/2023. The Direct Alpha methodology calculates the fixed spread (Direct Alpha) that would need to be added to an index’s total return in order for the cash flows of the private market strategy, if invested in the index at the same time and amount as the private market strategy, to yield the same residual value as the private market strategy at the valuation date. Direct Alpha will not equal the difference between the IRR of the private market strategy and the returns of the index over the same time period due to its accounting for the timing and size of cash flows invested and received from the private market strategy over time, and rather represents the performance generated relative to the index only for the time period in which the capital was invested. This calculation does not adjust for leverage, hedging, or other risk factors that may be present in the private equity investment. Unlike public equity investments, private equity is illiquid and may not be readily sold for its stated value. Positive direct alpha indicates outperformance compared to the index return, and negative direct alpha indicates underperformance. Private credit direct alpha vs. the LSTA Leveraged Loan index.
- 5 Preqin as of September 2023.
- 6 Preqin as of September 2023.
- 7 Beta is a measure of the risk of a security or portfolio relative to the risk of the market and indicates a security’s or portfolio’s volatility.
- 8 Alpha is the portion of the total return on the portfolio not attributable to the portfolio’s exposure to its benchmark or index.
- 9 The portfolio risk management process includes an effort to monitor and manage risk, but does not imply low risk.

## SUMMARY

With the growth and maturity of private credit, and greater recognition of its attractive features, investors appear to be allocating a larger share of their portfolios to it.

Investors should look beyond a single, monolithic definition of private credit, employing a more granular and sophisticated approach to allocating across private credit strategies.

Diversifying across the underlying sources of risk is an important part of risk management in private credit portfolio construction.

# Private debt is ‘here to stay’

Door Harry Geels

De markt voor private debt groeit om verschillende redenen hard. Is de beleggingscategorie al voldoende getest en gaat de groei zich voortzetten? Financial Investigator organiseerde hierover een mini ronde tafel met Boris Harmsen van Pemberton Asset Management, Roy Kroon van PGB Pensioendiensten, en Markus Schaen van MN.

## Hoe aantrekkelijk is private debt op dit moment ten opzichte van public (corporate) debt?

**Roy Kroon:** ‘We zien nog altijd een toenemende vraag naar financieringen, bijvoorbeeld vanuit M&A-activiteiten. Die lagen even stil vlak na de sterk opgelopen rente, maar zijn weer met verve opgepakt. Banken kunnen niet in die vraag voorzien, zeker niet in het mid-market-segment, dus bieden private markten uitkomst, tegen spreads die weliswaar iets zijn afgenomen, maar nog altijd aantrekkelijk zijn. En dat terwijl op de publieke investment grade- en high yield-markten de spreads historisch gezien op het gemiddelde of zelfs soms ver onder het gemiddelde liggen. Ik denk dat we in een grote transformatiefase zitten, waarbij het MKB moet wennen aan hogere spreads. Bedrijven zijn de afgelopen decennia als het ware gesubsidieerd geweest door relatief goedkoop bancair krediet.’

**Markus Schaen:** ‘De vraag is wat we precies onder private markten verstaan. In overleg met onze opdrachtgevers hebben we een private debt-strategie ontwikkeld die verschillende segmenten van de private debt-markt afdekt. We hebben recentelijk de manager search afgerond voor het eerste segment, private placements, en

verwachten in de tweede helft van 2024 te kunnen beginnen met de opbouw van een portefeuille in dit segment. We zien al dat de spreads daar, net als bij publieke markten, flink kleiner zijn geworden. De manager ontvangt van ons een spread-doelstelling, die onder andere recht doet aan de illiquiditeitspremie. Het valt nu in de private placements-markt niet mee om die te realiseren. In andere segmenten van private debt zien we hogere spreads, maar ook die zijn lager dan enkele jaren geleden. We zien ook het karakter van de deals veranderen, nu bedrijven zich relatief meer met private debt en wat minder met aandelenkapitaal versterken. Oftewel, de convenanten zijn wat lichter geworden. Tot slot zien we banken ook weer terugkomen in de kredietverstrekking, wat ook weer meer competitie geeft.’

**Boris Harmsen:** ‘Zeker bij de grotere deals zien we inderdaad de concurrentie van de banken weer toenemen. Dit leidt tot compressie in spreads en lichtere convenanten, wat overigens bij die grote bedrijven soms ook gerechtvaardigd is. Pemberton richt zich niet op dit type transacties. Wij focussen op mid-market-bedrijven, met zo’n twintig tot honderd miljoen EBITDA. Voor deze bedrijven is het lastig geld op halen in de publieke markten. Er zijn verder nog sector-specifieke ontwikkelingen, waardoor er zeker in het middensegment veel goede deals te vinden zijn.’

## Welke factoren bepalen de aantrekkelijkheid van private debt?

**Schaen:** ‘Private debt is natuurlijk minder liquide, maar als daar ruimte voor bestaat in de portefeuille, is het relatief aantrekkelijk vanwege de hogere spreads. Verder is onze obligatieportefeuille in de loop der jaren flink gegroeid, dus is het nodig om de markt breder te bezien en ook te kijken naar welk type bedrijven we willen financieren. De uitgifte van obligaties is in beginsel voorbehouden aan grote ondernemingen, de financiering



van kleine en middelgrote ondernemingen ontbrak in onze vastrentende portefeuilles. Daarnaast zijn bepaalde sectoren waarin we graag beleggen ondervertegenwoordigd op de publieke markten. Denk aan renewable energy, maar ook aan sectoren die de achterban aanspreken, bijvoorbeeld meer 'B.V. Nederland'. We kunnen met private debt niet alleen beter sturen op bedrijfstypes, maar ook op looptijden en natuurlijk ook op de gewenste convenanten en credit ratings. En tot slot, in tegenstelling tot publieke markten, kunnen beleggers hier, indien nodig, eenvoudiger en directer met het management schakelen.'

**Harmsen:** 'We zitten inderdaad veel dicht op het wel en wee van de bedrijven. We krijgen zelfs maandrapportages waarbij we het format en de mate van gedetailleerdheid zelf kunnen bepalen. Publieke markten zijn verder cyclischer van aard. In tijden van crisis hebben ze de neiging 'dicht' te gaan en in goede tijden open, wat deels verband houdt met het vergelijkbare cyclische businessmodel van banken. Bedrijven zijn daardoor nooit 100% zeker van dealflow in publieke markten. Private markten kennen een veel duurzamere flow. Op dit moment hebben wij aan dertien Nederlandse ondernemingen leningen verstrekt, wat die bedrijven niet meer lukte via het bancaire circuit.'

**Kroon:** 'We beschouwen onder andere de relatieve aantrekkelijkheid van alle segmenten op de obligatiemarkten en dan zien we dat de risico-rendementsverhouding goed ligt en dat private debt ook diversificatie-effecten heeft, onder andere vanwege het minder cyclische karakter ervan. We geven wel liquiditeit op, dus een allocatie moet dan wel voor de lange termijn zijn, wat natuurlijk prima bij institutionele beleggers past.'

### **Verwachten jullie dat de Wtp invloed gaat hebben op de allocatie van Nederlandse pensioenfondsen naar private debt?**

**Schaen:** 'Volgens mij zijn de strategen daar nog niet uit. De algemene verwachting is dat de matchingportefeuille kleiner zal zijn. Als er dan meer naar de returnportefeuille gaat, is er ook meer ruimte voor beleggingscategorieën als private debt. Ik verwacht overigens niet dat het illiquiditeitspercentage in de portefeuilles van onze opdrachtgevers door de Wtp fors omhoog zal gaan.'

**Kroon:** 'Ik denk dat de risico's verschuiven: jongeren krijgen meer, ouderen minder risico's. Het hangt dus van het profiel van het fonds af hoe portefeuilles gaan schuiven. We verwachten voor ons op aggregatieniveau geen grote veranderingen in het gemiddelde risicoprofiel. Maar als jongeren een groter deel van de returnportefeuille krijgen, zijn er daar, gezien de langere beleggingshorizon, meer mogelijkheden om in minder liquide beleggingscategorieën te beleggen. Maar dat moeten dan wel categorieën zijn die een vergelijkbaar risico-rendementsprofiel als aandelen hebben. Het gaat dan om het diversificatiepotentieel en dat is bij private debt, in vergelijking met aandelen, prima.'

**Harmsen:** 'De Wtp opent inderdaad mogelijkheden voor de wat hoger renderende private-debt-segmenten in de returnportefeuilles. Voor de matchingportefeuille kunnen bepaalde 'veiliger' of defensievere delen van de markt interessant zijn, bijvoorbeeld als aanvulling op de hypothekenportefeuille. Nederlandse pensioenfondsen hebben nog relatief weinig belegd in private debt vergeleken met bijvoorbeeld veel institutionele beleggers in de Nordics. Wat direct lending betreft, loopt Europa nog flink achter op de VS. De Wtp biedt tot slot ook nog mogelijkheden om de portefeuilles weer eens strategisch onder de loep te nemen, wellicht ook kijkend naar hoe vergelijkbare andere beleggers de portefeuille inrichten.'

### **De markt voor private debt is enorm gegroeid. Is er een bubbel in de maak?**

**Kroon:** 'We weten pas of die er echt is geweest als hij barst. Er storten zich nu veel partijen op deze markt en dat creëert per definitie inefficiënties bij de managers of bij de markt. Maar dat is gebruikelijk bij iedere groei van een beleggingscategorie die opkomend is en waarschijnlijk voor de lange termijn een belangrijke rol gaat spelen in de financiële markten, om redenen die eerder zijn genoemd, met de desintermediatie van banken als de belangrijkste. Een bubbel lijkt overdreven, maar er zijn rafelranden die bij de snelle groei naar volwassenheid horen. En stel dat er een bubbel is, dan hoeft dat niet erg te zijn, mits de belegger goed spreidt en de juiste managers selecteert. Het gaat om het bereiken van een specifiek doel. Laat de markt maar doen wat ze wil.'



**Boris Harmsen**

Boris Harmsen is Head of Origination and Business Development Benelux bij Pemberton Asset Management. Tussen 2015 en 2019 gaf hij bij Deutsche Industriebank AG leiding aan de activiteiten op het gebied van leveraged finance en sponsor coverage in de Benelux. Eerder was hij onder andere Investment Manager bij Egeria en werkzaam bij Deutsche Bank en ABN AMRO. Harmsen studeerde af aan de Rijksuniversiteit Groningen met een Master of Law.



**Roy Kroon**

Roy Kroon is Teamlead Credit Investments bij PGB Pensioendienst en is verantwoordelijk voor zowel de intern beheerde investment grade creditportefeuille als de uitbestede alternative fixed income- en hypotheekportefeuilles. Hij begon er in 2015 als Manager Fixed Income & Treasury. Eerder werkte hij tien jaar als Senior Portfolio Manager bij MN. Kroon begon zijn carrière als Credit Analyst bij ABN AMRO Asset Management en heeft een masterdiploma Economie van de Vrije Universiteit Amsterdam.



**Markus Schaen**

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

**Schaen:** ‘Door de snelle groei van de markt zien we dat de convenanten minder goed zijn. Bij de managers is er druk om al het geld te beleggen. Of we dat een rafelrand van de groei noemen of een bubbel, is niet zo relevant. Verder is deze beleggings-categorie nog niet echt getest. Als er sprake zou zijn van een bubbel, heeft die nog niet echt kunnen knappen. COVID-19 was in principe een grote test, maar daar hebben we toch met zijn allen een fiscale en monetaire bail-out gekregen. En bij bubbels, even afgezien of daar bij private debt nu sprake van is, zijn er ook altijd winnaars. Bedrijven hebben nu betere mogelijkheden om zich te financieren. En private equity lijkt ook te profiteren. Die kan voor leverage terecht bij de publieke én private markten en speelt regelmatig privaot en publiek tegen elkaar uit.’

**Harmsen:** ‘De markt is snel gegroeid en dat trekt, zoals altijd, de nodige opportunisten met een gebrekkig track record aan. Daarom is het van belang dat beleggers uitgebreid en zorgvuldig onderzoek doen naar managers. Het risico zit vooral bij managers die veel geld ophalen maar met kleine teams werken. Wat betreft een echte goede test van de markt ben ik het ermee eens dat tijdens de pandemie de markten zijn gesubsidieerd. Aan de andere kant, als we zien wat er sinds 2020 is gebeurd, denk aan disrupties in de aanbodketens, sterke stijging van de rente en inflatie naar niveaus van de jaren zeventig, is de weerbaarheid van de beleggingscategorie echt wel goed getest. En wat mij betreft is die test geslaagd. Verder biedt die rentestijging ook een test voor de verschillende managers. Hebben zij bij de verstrekte financieringen scenario’s bekeken waarin bijvoorbeeld de rente van 5% naar 10% is gestegen?’

### In hoeverre kunnen investeerders sturen op ESG-doelstellingen door te beleggen in private debt?

**Kroon:** ‘ESG is een containerbegrip. Wij streven ESG-impact na. Daarin zijn wij anders dan de meeste beleggers, die vaak met een best-in-class benadering werken. Er zijn niet veel impactmanagers. En dan zijn we helaas genooddaakt om ook deels op het standaard ESG-kader terug te

vallen, dus bijvoorbeeld CO<sub>2</sub>-intensieve bedrijven uit te sluiten. Gelukkig kunnen we met private markten meer op impact sturen, met steeds betere data.’

**Schaen:** ‘Private debt heeft inderdaad meer ESG-potentie, vooral vanwege de 1-op-1-relaties, waardoor er ook meer eisen zijn te stellen door de beleggers, al zijn er hier wel grote verschillen tussen managers. Het helpt dat de private debt-portefeuilles doorgaans kleiner zijn, gemiddeld zo’n dertig leningen, waardoor het maatwerk ook makkelijker wordt dan bij een typische publieke marktportefeuille, waar het al snel om honderden leningen gaat.’

**Harmsen:** ‘We zijn inderdaad nauwer betrokken bij bedrijven, waardoor de relatie en interactie met de CFOs veel beter is dan op de publieke markten. Voor ons zijn ESG en impact essentieel. We werken ook nauw samen met bedrijven om hun beleid te verbeteren, bijvoorbeeld op het gebied van de energietransitie, en om hen te helpen hun ESG-rapportages op een marktconform niveau te krijgen.’

### Wat zijn de vooruitzichten voor private debt?

**Harmsen:** ‘Door strenge regulering en de daaropvolgende terugtrekkende beweging van banken uit de mid market, is de trend naar private onomkeerbaar. Beleggers zullen focussen op de meer ‘volwassen’ managers. En er komen meer specialistische strategieën, zoals NAV financing, die focussen op bepaalde sectoren of deelmarkten.’

**Kroon:** ‘De VS is al veel verder dan wij, wat voor Europa ook nog groei van private debt belooft. De groei van de markt wordt waarschijnlijk als eerste begrensd door de maximale illiquiditeit die beleggers kunnen accepteren.’

**Schaen:** ‘Private debt wordt een permanente allocatie in de portefeuilles. Pensioenfondsen zijn daarin nog altijd onderwogen. Als er een keer een crisis komt, met ‘defaults’, zal dat de beleggings-categorie testen, maar ook weer volwassener maken.’ ■

## IN HET KORT

Private debt kan rekenen op structurele groei door de desintermediatie van de banken en de interessante karakteristieken voor langetermijnbeleggers, zoals minder cycliciteit en de illiquiditeitspremie.

De beleggingscategorie leent zich beter dan publieke credits voor ESG- en impactbeleggen.

Private debt is verder een belangrijke schakel in de financiering van het MKB en daarom van belang voor innovatie en concurrentie in de economie.

De beleggingscategorie heeft zich weerbaar getoond tijdens recente crises.

# Biodiversity – to be or not to be!

**Efforts to combat biodiversity loss are gaining momentum. Developments have not gone unnoticed at CFA Society Netherlands, which organized a seminar to dive deeper into what is happening and what can be done.**

Human activities – such as land and sea use change, exploitation, climate change, pollution, introduction of invasive species – have rapidly deteriorated biodiversity, impacting global GDP and posing risks to investors. Biodiversity loss and climate change exacerbate each other's negative impacts. The economic implications are substantial, with over half of global GDP depending on high-functioning biodiversity, and ecosystem degradation costing over \$ 5 trillion annually.

Alice Sireyjol, Deputy Head of ESG Development at Amundi, stresses: 'With a global 69% decline since the 1970s, the world is facing a sixth mass extinction, caused by humans. Biodiversity loss represents a significant impact and risk for our society and global economy.' Sireyjol offers several pragmatic perspectives for investors: 1) It is key to invest in solutions as well as in the transition. 2) Investments should be made towards both listed and unlisted companies to be holistic on biodiversity. 3) Biodiversity approaches should continuously improve based on the best available methods. 4) Stock picking for portfolios shouldn't be based solely on data but should be combined with a top-down and bottom-up approach. 5) Active engagement is fundamental for a transition on biodiversity.

Simona Kramer, Senior Portfolio Manager Socially Responsible Investing at pension fund Rail & OV, looks at the strategic implications from an asset owner perspective: 'Biodiversity is becoming an increasingly relevant topic for pension funds. There is more guidance on biodiversity integration,

target setting, reporting and active ownership. There are even new investment products being introduced for this. This is a positive development, because the uptake of biodiversity is faster than that of climate change. Nevertheless, data and frameworks available now address biodiversity loss in a silo and do not really look at the interaction with climate change, or the impact of these two crises on people and communities. Hopefully, this is an area that will gain more focus in the future.'

Jeroen Bos, Global Head of Equity at AXA Investment Managers, shares his experiences on how to implement biodiversity in a global listed equity portfolio: 'One can use four different ways of approaching biodiversity in investing. First, invest in companies that have a low negative impact on biodiversity through their operations, and hence such a portfolio will have a low biodiversity footprint. Second, construct a portfolio of companies that provide solutions to help society transition to a lower biodiversity impact society. Such a portfolio can clearly be very different from a low biodiversity footprint portfolio. Third, construct portfolios that invest directly in natural capital itself to help protect and restore biodiversity. Fourth, one can simply integrate material biodiversity aspects in security selection, portfolio construction and active ownership (voting & engagement). The different options will result in different ways of making an impact as investors.'

Listening to these experts, my conclusions are: start now with incorporating biodiversity into (strategic) investment decisions, do not wait until 'perfect' data is available for decision making or reporting. Investing in solutions can deliver good returns and might be the preferred way. However, the risks and costs involved should be considered and justified. Biodiversity loss or gain makes a huge difference for the future of humanity, both economically and socially. ■



By **Martin Sanders**,  
Head of Pension  
Investments at AXA  
Investment Managers  
and Member of the  
Responsible Investment  
Committee at CFA  
Society Netherlands

# Deploying an ambitious biodiversity strategy

Biodiversity funding must increase every year to reach the 2030 zero loss target set by the UN Global Biodiversity Framework. Hadrien Gaudin-Hamama, Impact & ESG specialist at Mirova, explains the challenges investors are facing regarding biodiversity, and the crucial role they play in acceleration actions.

By our editorial team

## What is behind the need to increase funding for biodiversity?

‘Our planet’s natural heritage is the result of the living world’s gradual evolution since the first organisms appeared more than 3 billion years ago. Biodiversity, the living fabric of the Earth, is an extremely complex assembly of parts. As fragile as it is varied, the balance of the world’s biodiversity is now under serious threat. Nearly 70% of wild vertebrate species have disappeared over the last 50 years<sup>1</sup> and 1 million animal and plant species are now endangered.<sup>2</sup> Through deforestation, urbanisation, pollution, overexploitation<sup>3</sup> and other pressure drivers, human activities are endangering the natural wealth of our planet.’

## Why should biodiversity be a focus for investors?

‘Like climate change, the decline in biodiversity is threatening our activities, lifestyles and, ultimately, our very survival. Food production is currently on an unsustainable pathway and current agriculture practices, which are the main

pressure drivers on biodiversity, are jeopardizing the capacity of agriculture to sustainably feed the world. Degradation of soil threatens essential ecosystem services such as water regulation and filtration, which reduces resilience to climate change.

Ecosystems are key carbon sinks, and their restoration by food sector corporates willing to insert their impact, can play a significant role in the path towards emissions neutrality by 2050 and achieving net zero biodiversity loss by 2030.

In strictly economic terms, 55% of global GDP depends directly on biodiversity<sup>4</sup> being in a healthy state. Additionally, biodiversity erosion induces transition and physical risks that can materialize as immediate profit loss for investors, but also as systemic risks affecting financial market stability.

Achieving zero biodiversity loss by 2030 requires a rapid systemic change in the way humanity produces and consumes. In this regard, active selection of assets can play a major role.’

## What are the responsibilities as investors?

‘We believe private investors have a key role to play in accelerating the momentum of biodiversity action by allocating capital to support companies that provide solutions.

The World Bank’s nature stress tests highlight three priority actions. The first, reducing detrimental subsidies,<sup>5</sup> is the prerogative of governments. The other two are in the hands of private sector: remunerating natural assets owners to avoid land conversion, and investing in research on agriculture. To achieve this and reach the 2030 zero loss target, the financial sector needs to mobilize to reach a \$ 200 billion funding target.

The bulk of the required funding will need to be directed, through equity investment, to agriculture transition (54%), urban environment (10%) and fisheries and forest maintenance (6%). Other activities, such as conservation, mitigation of invasive species and coastal restoration, require 30% of the total funding and can be addressed through other asset classes.<sup>6</sup>

## What are your concrete actions as an investor in sustainability?

‘In response to such huge investment

‘55% of global GDP depends directly on biodiversity being in a healthy state.’



# Hoe een Noorse start-up de biodiversiteit aanjaagt met vloeibare klei

Investeren in biodiversiteit levert verrassende business cases op. De Noorse scale-up Desert Control maakt verwoestijnde grond vruchtbaar met vloeibare klei en draagt niet alleen bij aan de biodiversiteit, maar ook aan meer voedselzekerheid.

Door Karin van Dijk

Wat als je woestijnzand de eigenschappen zou kunnen geven van een kluit Hollandse aarde? Een kluit die water vasthoudt en waarin micro-organismen en voedingsstoffen voor een vruchtbare bodem voor gewassen en bomen zorgen?

Als dat lukt, kun je een kolossale hoeveelheid uitgemergelde aarde weer vergroenen en geschikt maken voor voedselproductie en het opslaan van CO<sub>2</sub>. In dat groene wonder is Desert Control geslaagd, een Noorse beursgenoteerde onderneming die

zijn technologie inmiddels wereldwijd toepast.

De oprichter van Desert Control werkte lang in de olie- en gasector, waar hij veel kennis opdeed over geologie, mineralen en bodemeigenschappen. Daar ontwikkelde hij het idee om zand te besproeien met heel fijn gemalen klei. Die vormt een laagje rond zandkorrels en geeft ze de 'kleefkracht' van aarde. Het resultaat: de grond houdt water langer vast, voedingsstoffen spoelen niet langer weg de bodem in en verzilting wordt tegengegaan.

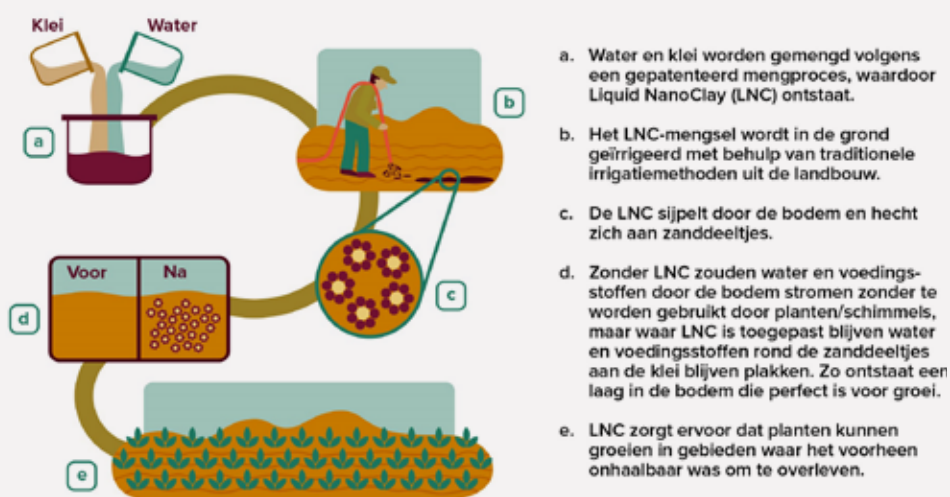
## Liquid Natural Clay

Bijna twee decennia later is dit concept uitgegroeid tot een product, Liquid Natural Clay (LNC), dat zich in onderzoek bij verschillende universiteiten en in de praktijk heeft bewezen. Het bedrijf wordt nu geleid door CEO Ole Kristian Sivertsen. 'Woestijnen rukken steeds sneller op. Nu al is 20% van de aarde woestijn, terwijl we voor ons voortbestaan als mensheid afhankelijk zijn van dat dunne schilleteje rond onze aarde: de bodem.'

Sivertsen wil de verwoestijning met Desert Control keren en sloot de afgelopen jaren partnerships met klanten en universiteiten voor het verder ontwikkelen, testen en certificeren van de vloeibare klei. Hij bracht het bedrijf ook naar de beurs. 'Dat was een voorwaarde voor institutionele investeerders om in te stappen, maar dankzij de beursnotering hebben we nu ook duizenden particuliere beleggers die soms echt fan zijn.'

'Woestijnen rukken steeds sneller op. Nu al is 20% van de aarde woestijn.'

FIGUUR 1: HOE LNC WERKT



Bron: ASN Impact Investors

**‘De resultaten zijn zó spectaculair, dat we lang nauwelijks werden geloofd.’**

De machines die de LNC ‘malen’ uit verschillende kleisoorten doen hun werk op of in de buurt van akkers of boomgaarden die worden behandeld met het materiaal. ‘We begonnen met iets wat op een keukenmixer leek. Inmiddels hebben we mobiele productie-units die het hele land door kunnen rijden.’

### Water en kunstmest besparen in Arizona

In Arizona brengt Limoneira, een duurzame teler van onder meer citrusfruit, de vloeibare klei al aan via zijn bestaande irrigatiesysteem. Inmiddels bevat dat zo goed, dat het flink wil opschalen. De teler bespaart daar nu al 25% op het waterverbruik en daarmee ook op energie, want het oppompen van water kost stroom. Doordat ook meststoffen minder snel wegspoelen, scheelt dat nog eens 25% tot 50% aan bemesting.

En ook al is twee jaar best een korte periode voor de fruitbomen die in de VS groeien op de Noorse bodemverbeteraar, ze leveren nu al meer op. Desert Control heeft verder klanten en partners in Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten, waar de dadelpalmen een stuk grotere dadels opleveren, bij een waterverbruik dat bijna halveerde.

### Spectaculaire resultaten

Sivertsen: ‘De resultaten zijn zó spectaculair, dat we lang nauwelijks werden geloofd. Daarom hebben we de afgelopen jaren ook zoveel tijd en energie gestoken in onafhankelijk onderzoek, in pilots met verschillende gewassen, maar ook met toepassingen in stedelijke groenvoorziening en de natuur. Alles om de wereld ervan te overtuigen dat een van de beste oplossingen tegen klimaatverandering zich recht onder onze voeten bevindt: de bodem.’

Sivertsens start-up levert in feite deep tech: fundamenteel nieuwe technologie die je alleen stap voor stap naar de markt kunt brengen. Dat betekent dat Desert Control ook dit jaar vooral meer machines zal

bouwen, die op meer plaatsen pilots gaan draaien en ook al omzet zullen opleveren.

Die omzet zal nog steeds uit de VS en welvarende landen in het Midden-Oosten komen. ‘De business case voor onze klanten hangt sterk af van de waterprijs. En water is in veel gebieden politiek: boeren betalen er niet overal de werkelijke kostprijs voor. In Amerika kan het voorkomen dat iemand die een park moet bewateren honderd keer zoveel per kuub betaalt als een agrarisch bedrijf iets verderop. En waar water goedkoop is, verdient ons product zich minder snel terug.’

Maar een klant als Limoneira is het niet zozeer te doen om de kosten, maar om de waterbesparing zelf, om het lagere energieverbruik en de grotere biodiversiteit. ‘De bomen gedijen goed en ontwikkelen sterkere wortels, terwijl daartussen begroeiing verschijnt die ook insecten aantrekt en CO<sub>2</sub> opslaat in de bodem, allemaal zaken die elkaar en de biodiversiteit versterken.’

Landen als de Verenigde Arabische Emiraten en Saoedi-Arabië hebben een strategisch belang bij de voedselzekerheid die Desert Control potentieel biedt en Sivertsen heeft er dan ook tot op het hoogste niveau contact over de mogelijkheden die zijn vloeibare klei biedt voor de lokale landbouw. ‘Maar we willen uiteindelijk deals sluiten in 120 landen en in al deze landen aantonen dat dit bedrijfsmatig goed uitkomt.’

### Groene muur in Afrika

Natuurlijk staan juist de armere gebieden in Afrika te springen om de vinding. Daarvoor moet Desert Control de schaal zien te bereiken die ervoor zorgt dat de kostprijs van diens machines en bodemverbeteraar omlaag gaat. Door zijn oogharen ziet de CEO van Desert Control straks jonge ondernemers door Afrika rijden met een mobiele LNC-fabriek, die lapje voor lapje de grond van boeren oppept tot groene oases.

‘Dat vereist training van die lokale ondernemers, financiering van de installatie en misschien kleine leningen voor de boeren die klant worden. Juist in gebieden die ernstig zijn aangetast, willen we iets opbouwen dat werk en nieuwe hoop creëert voor de lokale gemeenschappen. Dat is uiteindelijk wel mijn visie: dat al die stukjes groen in Afrika van lieverlee een lange groene muur vormen, die van Senegal naar Djibouti loopt.’ ■



**Karin van Dijk**

Fondsmanager  
ASN Biodiversiteitsfonds,  
ASN Impact Investors



**Ole Kristian Sivertsen**

CEO, Desert Control

## IN HET KORT

Het Noorse Desert Control ontwikkelde een methode om verwoestijnde grond te herstellen.

Zowel in de VS als in Saoedi-Arabië zorgt de bodemverbeteraar al voor hogere opbrengsten bij een lager waterverbruik.

De technologie levert meer biodiversiteit op, maar draagt ook bij aan voedselzekerheid, een businesscase met zowel duurzame als economische outputs.

# Advancing SDGs through fixed income: supply versus demand

Sustainable investing solutions are accelerating as data gains greater sophistication. This development enables investors to create targeted, bespoke solutions, where sustainable investments reflect personal or corporate preferences and ambitions.

By *Ronald van Loon*

In this article, we explore the feasibility of aligning capital allocation decisions to individual SDGs through the lens of a fixed income investor, we evaluate how green, social and sustainable (GSS) bonds are mapped to SDGs and look at the subsequent dynamic between GSS supply and their alignment to SDGs, favoured by a sample investor cohort: Dutch pension funds.

## Sustainable investing through the lens of the SDGs

To achieve the ambitious SDGs by 2030, a substantial further redirection of investments is needed. Investors play a pivotal role and in this context data assumes paramount importance. In recent years, significant strides have been made in data availability for SDG indicators thanks to enhanced disclosures by issuers and increased

investment from asset managers and third-party data providers in bottom-up research. These exciting developments have paved the way for a more targeted approach to sustainable investing, enabling the creation of portfolios that align investment opportunities with specific

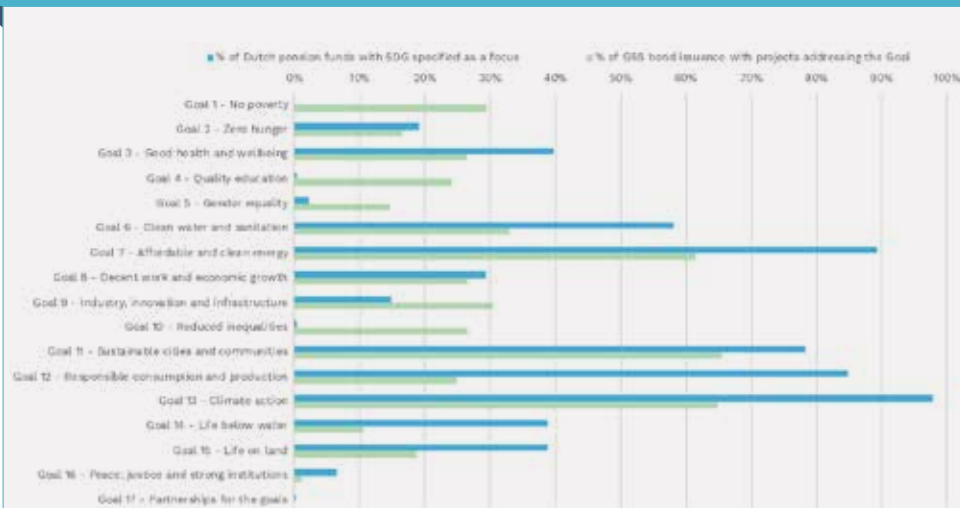
SDGs and the sustainability goals of end-investors. For investors, the SDGs present a remarkable opportunity to channel investments into sectors that not only yield financial returns but also create tangible societal outcomes.

## SDGs in fixed income: the case for GSS bonds

Unlike traditional bonds, GSS bonds are 'use of proceeds' instruments that fund projects that have positive environmental outcomes (green bonds), social benefits (social bonds), or a mixture of both (sustainability bonds).



FIGURE 1: FOCUS SDGS OF DUTCH PENSION FUNDS



Sources: BlackRock survey of Dutch pension funds and BlackRock Capital Markets as of July 2023



## ‘All Dutch pension funds that have published focus SDGs have at least one of SDGs 7 and 13, or both, in their focus lists.’

The unique dedicated use of proceeds that is a core pillar of the structure of GSS bonds has the potential to deliver impact to investors and generate positive environmental and social outcomes, providing a clear pathway for advancing the SDGs.<sup>1</sup> This asset class is unique as it can be utilised as a funding mechanism for both the public and private sectors. It provides an avenue of public-private partnership in tackling today’s key global challenges, including mitigating climate change, enabling social advancement, eliminating social inequalities, and reversing biodiversity loss.

### Investor demand: the case of Dutch pension funds

On the demand side we look in particular at long-term institutional investors with good data availability with regards to focus SDGs: Dutch pension funds.

We have analysed documents from the 50 largest Dutch pension funds and extracted the focus SDGs. Of the 50 largest funds, 39 have made explicit which SDGs they wish to target, representing 93% of assets under management of the top funds.

A few trends emerged. The SDGs that are most heavily supported as measured by % of AUM are the two that are associated with the environment: SDG 13

(Climate action) and SDG 7 (affordable and clean energy). In fact, all Dutch pension funds that have published focus SDGs have at least one of SDGs 7 and 13, or both, in their focus lists. SDG 11 (sustainable cities and communities) and SDG 12 (responsible consumption and production) are also well supported, and one can imagine these being well supported in focus lists as they can be targeted relatively easier by capital market instruments.

### Mind the gap: mapping supply to investor demand

The SDG breakdown on the demand side (by percentage of AUM) is compared in Figure 1 to the SDG breakdown on the supply side (by percentage of market value). A few trends stand out. The climate and clean energy objectives of SDG 7 and SDG 13 rank very high in absolute terms on the demand side and on the supply side. What this shows is that there is no shortage of supply and demand for assets that can promote climate and energy efficiency goals. As said before, of the 39 funds that we polled, all had at least SDGs 7 or 13 (or both) as a focus SDG. Although 7 and 13 are also well covered in green bonds, the figure shows that demand exceeds supply in this sample and there appears plenty of latent demand for financing the

energy transition and climate initiatives relative to the current supply of GSS assets.

### More GSS bonds

In this article, we have combined two recent themes on the supply side and on the demand side of the capital markets, to highlight overlap and shortfall gaps in what SDGs investors can advance through GSS bonds versus what SDGs investors want to advance through their investments. SDGs that are relatively ‘under-supplied’ by the bond market suggest that there is scope for further growth of issuance of GSS bonds to meet demand. We welcome and promote future issuance in bonds that specifically target these SDGs.

This relatively simple comparison has highlighted some themes on what role capital markets can play in advancing the UN SDGs. ■



**Ronald van Loon**

Managing Director, Fixed Income Portfolio Manager, BlackRock

<sup>1</sup> See: [www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Green-Social-and-Sustainability-Bonds-A-High-Level-Mapping-to-the-Sustainable-Development-Goals-June-2023-220623.pdf](http://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Green-Social-and-Sustainability-Bonds-A-High-Level-Mapping-to-the-Sustainable-Development-Goals-June-2023-220623.pdf)

#### Disclaimer

#### Risk Warnings: Capital at risk.

The value of investments and the income from them can fall as well as rise and are not guaranteed. Investors may not get back the amount originally invested. Past performance is not a reliable indicator of current or future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy. Changes in the rates of exchange between currencies may cause the value of investments to diminish or increase. Fluctuation may be particularly marked in the case of a higher volatility fund and the value of an investment may fall suddenly and substantially. Levels and basis of taxation may change from time to time.

**Important Information: This material is for distribution to Professional Clients (as defined by MiFID Rules) only and should not be relied upon by any other persons. In the European Economic Area (EEA):**

this is issued by BlackRock (Netherlands) B.V. is authorised and regulated by the Netherlands Authority for the Financial Markets. Registered office Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Trade Register No. 17068311 For your protection telephone calls are usually recorded. Any research in this document has been procured and may have been acted on by BlackRock for its own purpose. The results of such research are being made available only incidentally. The views expressed do not constitute investment or any other advice and are subject to change. They do not necessarily reflect the views of any company in the BlackRock Group or any part thereof and no assurances are made as to their accuracy. This document is for information purposes only and does not constitute an offer or invitation to anyone to invest in any BlackRock funds and has not been prepared in connection with any such offer.

**BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, and iSHARES are trademarks of BlackRock, Inc. or its subsidiaries in the United States and elsewhere. All other trademarks are those of their respective owners. MKTG0524E/S-3589294**

## SUMMARY

To achieve the ambitious SDGs by 2030, a substantial further redirection of investments is needed.

GSS bonds have the potential to provide a clear pathway for advancing the SDGs.

There is a mismatch today between focus SDGs of Dutch pension funds and projects financed by outstanding GSS bonds.

There is a role here for targeted engagement in stimulating GSS supply in currently underrepresented areas.



# Schaats



# Schaats de Alternatieve Elfstedentocht

Voor kinderen met kanker!

24 januari 2025



Meer weten?

[schaatsvoorkika.nl](https://schaatsvoorkika.nl)

# Van T+2 naar T+1: eindpunt of tussenstop?

**Per 28 mei 2024 is in de VS de settlement-periode bij effectentransacties verkort van T+2 naar T+1. De EU en het VK zullen de VS daarin volgen, maar pas in 2027. Een directe overstap naar T+0 lijkt op dit moment nog te ambitieus.**

De settlement-periode is de periode tussen het aangaan van een effectentransactie (T) en de afwikkeling (settlement), met andere woorden de levering en de betaling van de effecten (T+x aantal dagen). In de meeste jurisdicties, waaronder de EU en het VK, vindt settlement plaats op T+2. Als er sprake is van centrale clearing, wordt een effectentransactie na totstandkoming – feitelijk tussen de trading members, maar juridisch tussen de clearing members – vervangen (genoveerd) door twee daarmee corresponderende transacties, de ene tussen de verkopende clearing member en de centrale tegenpartij (central counterparty, CCP) en de andere tussen de kopende clearing member en de CCP. Aan- en verkooppertes in effecten van dezelfde soort worden gesaldeerd, zodat er een netto positie per soort effect per afwikkelingsdag resteert. Settlement op T+2 betekent dan dat er uiterlijk op de tweede handelsdag na de transactiedag een (netto) positie in effecten moet worden geleverd door de CCP aan de kopende clearing member en door de verkopende clearing member aan de CCP, en dat het verschuldigde geldbedrag door de CCP moet worden betaald aan de verkopende clearing member en aan de CCP door de kopende clearing member.

Het mechanisme van levering tegen betaling moet het risico reduceren dat de effecten worden betaald maar niet worden geleverd en andersom. Als de verkopende clearing member de effecten niet levert op T+2, dan kan de CCP een non-settlement voorkomen door de effecten te verwerven via een buy-in of door ze in te lenen, dit

voor rekening van de falende clearing member. Andere instrumenten van risicomitigatie zijn een dagelijkse bijstelling (met andere woorden: afrekening in geld van koerswijzigingen die zich hebben voorgedaan tussen T en T+2) en een margeverplichting (de clearing member moet onderpand storten bij de CCP, gebaseerd op een percentage van de marktwaarde van alle nog af te wikkelen netto posities over de periode T/T+2). Verder zijn clearing members onderworpen aan strenge kapitaalvereisten.

Op 28 mei 2024 is de VS overgegaan naar T+1. Aanleiding was onder meer de Gamestop-affaire van 2021. De gedachte achter deze overstap is dat een verkorting van de settlement-periode tot een vermindering van het tegenpartijrisico en het marktrisico leidt, doordat de periode van de blootstelling wordt verkort. Dit moet vervolgens resulteren in lagere margeverplichtingen en minder strenge kapitaalvereisten. In de EU en het VK wordt eveneens nagedacht over het verkorten van de settlement-termijn. ESMA heeft hierover op 21 maart 2024 een Feedback Statement gepubliceerd en in het VK is op 28 maart 2024 het Geffen Report uitgebracht. Alles wijst erop dat de EU en het VK ook zullen overstappen naar T+1. Dit zal echter niet voor 2027 geschieden.

Een directe overstap in 2027 van T+2 naar T+0 ('real time' of 'atomic' settlement) in de EU en het VK lijkt mij op dit moment nog te ambitieus. Zeker in de EU, met al haar verschillende CCPs en centrale bewaarbedrijven en valutaverschillen, is er het gevaar van mismatches. Met T+0 is er dan geen tijd voor herstel van fouten. Ook zouden prefunding van transacties en het inkopen en het inlenen van effecten waarschijnlijk niet langer mogelijk zijn. Op termijn lijkt T+0 wel haalbaar. Daarvoor is technologische innovatie, zoals toepassing van Distributed Ledger Technology, echter een voorwaarde. ■



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



# EM local debt performance delayed, but not denied

The opportunity in EM local debt may appear delayed at the moment, but performance in the asset class won't be denied.

By Wim Vandenhoeck

From a monetary policy perspective, emerging market (EM) central banks continue to cut rates but have adopted a more hawkish bias driven by the change in US Federal Reserve (Fed) policy action expectations. However, domestic factors, too, played a role in monetary policy for some EM central banks.

Indonesia was the surprise hiker, upping the policy rate by 25bps to 6.25% to alleviate pressure on its currency and keep a healthy spread relative to some of its peers as it seeks to attract portfolio flows.

In Latin America, Peru re-engaged with a 25bps cut after pausing, Colombia accelerated its easing to 50bps, but from double digit absolute policy rate levels from 12.25% to 11.75%, while Chile cut 75bps to 6.5%.

The only action in Central and Eastern Europe came from Hungary, where rates were cut by an expected 50bps to 7.75%, slowing down its pace from 75bps.

## Opportunity in Brazil

Brazil rates underperformed most rate markets in April. Most notably, its rates curve bear flattened, with the front end underperforming the back end of the curve after Brazil Central Bank Governor Roberto de Oliveira Campos Neto gave a speech during the IMF conference in Washington DC. He struck a hawkish tone when he linked Brazilian monetary policy not only to external factors like Fed policy, but also pointed to domestic fiscal and expected inflation dynamics.

We are still constructive on the Brazilian rates market and believe that the current

**‘Diversified income generation in EM is an attractive characteristic, with capital appreciation optionality linked to central banks becoming less cautious in their policy easing cycles.’**

**‘Expect EMs to be impacted by their own tight monetary policy and the Fed path over the next few months.’**

pricing of the front end provides good risk reward. With that in mind, we used the opportunity provided from the flattening of the yield curve to sell bonds in the back end and to buy bonds in the front end to position for rate cuts in the future. Even in volatile sovereign markets, our team looks to capitalize on opportunities in curve shape to better optimize risk allocations.

**EM local debt looks positive**

With a flattish global growth outlook and bumpy disinflation, we expect EMs to be impacted by their own tight monetary policy and the Fed path over the next few months. At this point in the monetary policy cycle, we expect greater differentiation on the rate side, due to country-specific domestic policies rather than on the FX side, which will be dominated by US dollar strength or weakness.

The forward-looking trajectory of EM local currency is positive. The shifting narrative in markets could continue, depending on the elevated dispersion in economic data releases. Given this, the opportunity in EM initially is anchored to the high nominal and real yields that can be found in the asset class in concert with a disinflationary path

that is still trending lower generally. Diversified income generation in EM is an attractive characteristic, with capital appreciation optionality linked to central banks becoming less cautious in their policy easing cycles once greater certainty with respect to the beginning of the US monetary policy easing develops.

With the US dollar close to a five-decade high and the anticipated policy rate path being lower in rates, EM currencies in the medium to longer term should provide an added source of performance alpha in concert with local interest rates.

From a regional perspective, we still favor Latin America and are neutral to underweight Asia from a relative value perspective. We believe that the front end of some EM local curves is attractive and believe that these curves could steepen upon a resumption in a more normalized policy easing environment.

Overall, we believe the asset class remains in sound shape. Robust carry, healthy growth, interest rate differentials relative to developed markets, and differentiated local stories make for a rich investment opportunity set in emerging markets in 2024. ■



**Wim Vandenhoeck**  
Senior Portfolio Manager,  
Invesco

**Disclaimer**  
Investment risks: The value of investments and any income will fluctuate (this may partly be the result of exchange rate fluctuations) and investors may not get back the full amount invested. Important information: This marketing communication is exclusively for use by professional investors in the Netherlands. It is not intended for and should not be distributed to the public. Data as at 30th April 2024, unless otherwise stated. By accepting this material, you consent to communicate with us in English, unless you inform us otherwise. This is marketing material and not financial advice. It is not intended as a recommendation to buy or sell any particular asset class, security or strategy. Regulatory requirements that require impartiality of investment/investment strategy recommendations are therefore not applicable nor are any prohibitions to trade before publication. Views and opinions are based on current market conditions and are subject to change. Issued by Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg. EMEA2024/3594429

**FIGURE 1: USD REACHED 52-YEAR HIGH ON TRADE-WEIGHTED BASIS LAST YEAR, REMAINS EXPENSIVE**



USD real effective exchange rate.

Source: Bank of America, as of 31 July 2023. Index Level versus Trendline.

**SUMMARY**

EM local debt has upside potential in the medium and long term.

Increased EM central bank monetary policy divergence will create country-specific idiosyncratic opportunities to extract alpha.

Attractive diversified income generation and EM FX performance optionality are positive investment attributes for the asset class.

# Generatieve AI: waar liggen de kansen en wat zijn de risico's?

Door Bouko de Groot Fotografie Joep van Drunen



Hoe zal generatieve artificiële intelligentie, of GenAI, de operationele processen binnen wealth & asset management veranderen? En waar liggen de kansen voor beleggers? Een grote groep professionals kwam samen voor antwoorden op deze actuele vragen op het door Financial Investigator georganiseerde seminar voor family offices in – heel toepasselijk – de Turingzaal van het Amsterdam Science Park.

‘AI bestaat al veel langer dan de korte periode dat GenAI een hype is. Het voordeel van zo’n hype is de versnelling door de investeringsgolf, zoals we dat ook hebben gezien tijdens de dotcom-hype. Dat heeft ervoor gezorgd dat we nu mobiel internet hebben tegen een vast tarief. Hetzelfde gaat gebeuren met kunstmatige intelligentie.’ Met deze woorden opende dagvoorzitter Han Dieperink, CIO bij Auréus. Hij bracht meteen een bestaande, impactvolle en daarom voorbeeldige use case naar voren, die van Klarna. ‘Klarna heeft al vroeg AI – dus geen chatbot – ingezet op customer support. Die stap bespaarde direct al 700 fte’s. Bovendien zijn klanten tevredener met de bediening door een AI-assistent, dan met de bediening door een menselijke assistent, én duurt de gemiddelde hulp door AI twee minuten, tegenover elf minuten bij bediening door een mens. Dat ingezet in 23 markten, 24/7 uiteraard, en ook meteen in 35 talen, resulteerde in € 40 miljoen extra winst. Dit eenvoudige voorbeeld illustreert goed wat de impact van AI zal zijn.’

Echte impact vereist schaal en dat heeft GenAI. ‘Met mobiele telefoons duurde het 16 jaar totdat er 100 miljoen gebruikers waren. Met internet duurde dat 7 jaar. Facebook had 4,5 jaar nodig. En ChatGPT bereikte dat punt in slechts twee maanden,’ benadrukte Arnoud van Heuveln, Manager Business

Transformation bij EY. ‘Je ziet dus echt een verschuiving plaatsvinden en dat betekent waarschijnlijk dat er veel potentieel achter zit. GenAI creëert een ‘iPhone-moment’, waardoor verouderde bedrijfsmodellen achter zullen blijven.’ Dat betekent niet dat GenAI nu overal moet worden ingezet, want naast alle voordelen zijn er ook belangrijke risico’s: hallucinatie, bias, privacy, juridische en ethische kwesties, en de hoeveelheid al aanwezige knowhow. ‘Elk bedrijf moet daarom begrijpen welke GenAI use cases het meest aansluiten bij de algemene strategie en visie.’ Meer traditionele AI zoals machine learning zal in veel gevallen bijvoorbeeld beter uitpakken dan GenAI. ‘Maar kijk verder dan de AI alleen: wat is de impact op mijn proces, hoe gaan mijn mensen dit aanpakken? Het is goed om te experimenteren, maar kijk dus vooral ook naar waar AI in het hele plaatje past.’

#### GenAI takenpakket

‘ChatGPT zal niet al binnenkort aandelen voor u gaan uitkiezen,’ relativeerde David Wright, Co-Head of Quest, Quantitative Business Strategy bij Pictet Asset Management. Als onderdeel van het hele proces zijn er volgens hem wel genoeg andere mogelijkheden voor GenAI en machine learning binnen asset management, van fundamenteel tot kwantitatief. ‘Zo kan natural language processing, NLP, gebruikt worden voor het robuust, objectief en kwantitatief meten van de afstemming van bedrijfsproducten en -diensten op de SDGs. Met NLP kan bedrijfssentiment worden geïdentificeerd of kunnen verslagen worden samengevat, van een 200 pagina’s tellend jaarverslag naar een samenvatting van 2 pagina’s bijvoorbeeld. AI kan ook helpen om grote aantallen kenmerken te combineren om aandelenrendementen te schatten.’ Bij dat laatste is het wat hem betreft belangrijk dat de AI-tooling niet als een black box functioneert, maar dat het proces volledig transparant is. ‘Zorg er daarom voor dat men kan vertellen waar het rendement en de posities vandaan komen.’



#### DAGVOORZITTER

Han Dieperink

Han Dieperink is zelfstandig adviseur via zijn bedrijf HD Capital & Advisory. Hij is onder andere actief als CIO voor Auréus en voor BB Capital (private equity). Verder schrijft hij boeken en columns.

**‘Elk bedrijf moet begrijpen welke GenAI use cases het meest aansluiten bij de algemene strategie en visie.’**

>

**‘Het risico is dat men veel te veel intelligentie toeschrijft aan GenAI.’**

Vandaag de dag is asset & wealth management complexer en competitiever dan ooit. ‘De uitdagingen zijn overduidelijk. Het is de hoeveelheid data, de margedruk, de complexiteit van de markt, de vraag naar meer gepersonaliseerde oplossingen,’ somde Axel Maier, partner bij MDOTM Ltd., op. ‘Als je AI gebruikt, kan je betere resultaten behalen, of het nu gaat om de prestaties of de manier waarop je met je klanten omgaat. Zo vragen wealth management cliënten begrijpelijkerwijs om steeds meer gepersonaliseerde beleggingsoplossingen. Ze willen een portefeuille hebben die 100% bij het bedrijf past en 100% aansluit bij hun behoeften. AI kan helpen met het creëren van duizenden op maat gemaakte portefeuilles die tegelijkertijd operationeel zijn. En het kan vervolgens realtime de rapportage voor duizenden verschillende portefeuilles creëren. Of denk aan een bedrijf dat één kernstrategie heeft en daar twintig verschillende varianten van heeft. Vervolgens moet iemand twintig verschillende rapporten schrijven die geschikt zijn voor elk van die strategieën. GenAI, op de juiste manier gebruikt, doet dat automatisch. Kortom, AI kan een grote ondersteunende rol spelen binnen vermogensbeheer. Daardoor blijft er meer tijd over voor onszelf, voor de creatieve taken.’

Een andere en heel praktische taak voor GenAI benoemde Sophia Bantanidis, Analyst in het Future of Finance team van Citi. ‘Heel belangrijk voor family offices is dat de technologie ook gebruikt kan worden om uitschieters in contracten te vinden. Neem bijvoorbeeld het beleggen in onroerend goed en de contracten die bij vastgoedtransacties horen. GenAI wordt gebruikt om sterk afwijkende clausules in de contracten te identificeren. We verwachten dat de grootste impact van GenAI in de financiële dienstverlening op de korte tot middellange termijn zal liggen op de productiviteit.’ Met betrekking tot de impact op de werkgelegenheid legde ze uit dat innovatie historisch gezien niet altijd heeft geleid tot een vermindering van het personeelsbestand. Toen bijvoorbeeld in 1979 spreadsheets werden geïntroduceerd, dacht iedereen ook dat accountants overbodig zouden worden. ‘Dat is niet gebeurd. In plaats daarvan groeide het aantal mensen dat met cijfers en spreadsheets werkte.’

### **Making the money**

GenAI biedt uiteraard veel meer dan een verbetering van de bottom line. Dat heeft NVIDIA wel laten zien. Waar liggen de kansen om ermee te verdienen in plaats van alleen maar te besparen? Die zijn volgens Karen Kharmandarian, Founding Partner en CIO van Thematics Asset Management, vooralsnog vooral te vinden in de uitbouw van de infrastructuur. ‘Dat is waar het geld nu naartoe stroomt. Daar zitten de investeringen.’ Chipontwerpers, cloudservice providers, halfgeleiders, en de voor het trainen van LLMs cruciale data managers. ‘Maar we zijn waarschijnlijk nog een jaar of twee verwijderd van het echt tastbaar worden van AI-toepassingen. Het potentieel is echter enorm. Daarom moeten we de toekomstige ontwikkelingen en de prestaties van bedrijven goed in de gaten houden, om de meest veelbelovende investeringsmogelijkheden te selecteren. Eén gebied waar al vooruitgang wordt geboekt, is de ontdekking en ontwikkeling van geneesmiddelen. Het kost gewoonlijk tien jaar en \$ 1 miljard voordat nieuwe moleculen beschikbaar kunnen worden als toekomstige efficiënte geneesmiddelen, met een succespercentage lager dan 10%. AI kan helpen bij het identificeren van de meest veelbelovende moleculen en zo dit percentage aanzienlijk verhogen en de tijd





en kosten aanzienlijk verlagen.’ Verder zal de AI-infrastructuur in de toekomst veel water en heel veel energie vragen. Ook daar ziet hij kansen.

‘Net als internet zal GenAI ook bedrijven tot ver buiten de technologiesector transformeren,’ voorspelde ook Fares Benouari, Senior Portfolio Manager Global & Swiss Equity bij UBP. Hij ziet volop kansen binnen het GenAI-ecosysteem, van hardware-infrastructuur tot software, in die volgorde, omdat AI-taalmodellen moeten worden getraind voordat er gebruiksscenario’s kunnen worden ontwikkeld waarmee inkomsten gegenereerd kunnen worden. ‘Maar wees je ervan bewust dat dit niet iets is dat in silo’s zal plaatsvinden. Er zullen grote spelers zijn die in deze waardeketen willen participeren.’ De hoeveelheid hardware groeit volgens hem dusdanig, dat grootverbruikers als Alphabet en Meta zelf de benodigde AI-chips ontwerpen, om zo de kosten terug te dringen en chiptekorten en afhankelijkheid van leveranciers te elimineren. Ze zouden die chips uiteindelijk aan hun klanten kunnen verkopen en zo directe concurrenten van hun huidige leveranciers kunnen worden. De rol van GenAI om de productiviteit van onze volwassen economieën te verhogen, mogen we van hem ook niet onderschatten, vooral op het gebied van R&D, dat een belangrijke motor is voor waardecreatie op lange termijn van individuele bedrijven, sectoren, en zelfs landen. Te veel regulering kan dan een rem zijn. Dat is volgens hem een van de redenen waarom Europa veel tech-startups heeft die buiten Europa op zoek gaan naar kapitaal voor de latere fase van hun ontwikkeling. Hoe dan ook, ‘GenAI zal, net als internet, vrijwel elke hoek van onze economie raken. Wat we tot nu toe hebben gezien, is slechts het topje van de ijsberg,’ aldus Benouari.

Hoeveel van die ijsberg is al bekend bij family offices? Marc Debois, CEO van FO-Next, volgt meer dan 500 family offices wereldwijd en hun 27.000 investeringen. Vorig jaar signaleerde hij dat bij hen 2.350 transacties, goed voor zo’n € 18 miljard euro, naar AI gaan. ‘Je ziet dat family offices doorgaans meer geïnteresseerd zijn in software.’ Het

## ‘We zijn nog een jaar of twee verwijderd van het echt tastbaar worden van AI-toepassingen.’

meeste geld gaat naar de AI-sector in de VS, hoewel ‘Europeanen de neiging hebben meer in Europa te investeren.’ Verder blijken family offices voor de lange termijn te gaan en vroeg en direct in te stappen. Volgens Debois hebben Europese family offices het voortouw genomen in AI-investeringen in de gezondheidszorg. Interessant is verder dat er door family offices veel wordt geïnvesteerd in technologie om AI mogelijk of efficiënter te maken. Daarbij is er dit jaar veel meer focus: 80% tot 85% van alle investeringen zijn in technologie en in gezondheidszorg. Het lijkt dat deze family offices nu veel meer relevante kennis hebben.

‘Het vermogen om een enorme hoeveelheid tekstuele informatie te analyseren, kan ook worden gebruikt in early warning-oplossingen, of voor een bepaalde portefeuille, asset class, markt of land,’ opperde ten slotte Prof. Svetlana Borovkova, Head of Quantitative Modelling bij Probability & Partners. ‘Ik denk dat dit een van de meest interessante toepassingen van generatieve AI is. Maar of het grote impact zal hebben op de financiële sector? GenAI zal alles slechts efficiënter maken. Taken die wijzelf ook kunnen doen, maar die AI sneller, beter en goedkoper zou moeten kunnen. Het zal daarom geen grote game changer zijn, maar het zal zeker risicoprofessionals en vermogens- en portefeuillebeheerders over de hele linie helpen.’

Wel vindt Borovkova een waarschuwing op zijn plaats: ‘Op een fundamenteel niveau is er het risico dat men veel te veel intelligentie toeschrijft aan GenAI, simpelweg omdat het systeem zo intelligent klinkt.’ Dan gaat men volgens haar vertrouwen op GenAI voor daadwerkelijke kennis en intelligentiecreatie, in plaats van alleen maar voor samenvatten. Daar loert het echte gevaar. ‘Want er zijn nu eenmaal belangrijke taken die intuïtie, creativiteit en daadwerkelijke kennis vergen.’ ■

### IN HET KORT

GenAI zal vooral als productiviteitsverhogende tool succes hebben.

De GenAI markt zal ontwikkelen van hardware, naar software binnen de waardeketen, naar nieuwe software in alle industrieën.

Net als internet zal GenAI alle hoeken van de samenleving raken, maar sneller.

Een belangrijk risico is te gaan vertrouwen op GenAI als bron van kennis en intelligentie.

# Data as an asset for AI innovation

Over 67% of the global population is online. This gives businesses easy access to an invaluable asset: data. Data is more valuable in an AI-driven economy as it is the oxygen for AI-driven applications.

By *Matthijs de Vries*

Data is the hero of the AI world. Without it, AI algorithms could not understand or predict the nuances of human interactions. Nor could they deliver the personalized solutions that are the industry's future. The synergy between data and AI has an amazing impact. In business, data-driven AI can enhance operational efficiency, process, and product innovation. AI can lower cycle times and improve maintenance schedules. It can also strengthen security and reduce the carbon emissions of companies.

According to the EU's European Institute of Innovation and Technology (EIT)<sup>1</sup>, data and AI are the most significant drivers of Europe's current and future economic growth. So, data is a pillar of a sustainable economy since it is a determinant of enterprise value creation. It is also a



vital metric for societal well-being.

## Data opportunities in a world of AI-driven applications

Data is an asset class. First, for established businesses with large historical and real-time data reserves. For instance, Bloomberg monetizes its data via BloombergGPT, an LLM (large language model) for the finance sector. But this model has over 50 billion parameters. Businesses need access to significant amounts of accurate and trustworthy data to train such LLMs. They also need access to powerful GPUs (graphics processing units). Robust compute resources keep these models learning and getting better at insights. To this end, organizations seeking such an opportunity must set aside significant data and AI innovation budgets. An alternative is mining value from data via data ecosystems that provide seamless integrations to data standardization processes, compute integrations, and LLM developers. These data and AI solutions are affordable and accessible to most businesses.

Second, some businesses host invaluable but idle datasets. Twitter and Reddit, for instance, have vast human-generated content. They are turning it into monetizable assets via data APIs (application programming interfaces) and access subscriptions. Now, AI companies can train their models using their content, generating new value from this data.

Third, many small and medium businesses also hold unique proprietary data. For instance, let's review the data opportunities available to a retailer. Many e-commerce databases hold years of customer reviews in text and image format. Some businesses also store years' worth of audio recordings of customer service interactions. This data can provide priceless insights into their buyers' preferences. Such businesses can leverage LLM tools that mine insights and trends from their data. AI will identify trends and make accurate predictions impacting a retailer's bottom line. Another option for a retailer is building a custom AI application using its data and

**'Businesses need access to significant amounts of accurate and trustworthy data.'**

## ‘Enterprises should not just collect data. They should clean, transform, and standardize it to turn it into valuable assets.’

AI toolkits. After that, they can monetize their tools to generate revenue for their business.

Data also opens doors for pick-and-shovel platforms that reshape data into refined gold or smart data. A good example is the development tool builder or the data assets marketplace. These are platforms that connect data assets to AI infra. They standardize, generalize, and then extract value from data. So, they are consumers of data and producers of rich datasets.

Then again, data can create value for ecosystems that enhance data privacy and compliance for other businesses. These platforms ensure that data marketplaces place consent over usage. They do so by streamlining access to data and eliminating third-party data handlers. A middle-man-free data ecosystem will also ensure fair value distribution amongst all stakeholders.

AI innovation has brought about an onslaught of hallucinated content, deep fakes, and spam content. This is an opportunity for innovators who can enhance data’s trustworthiness and provenance. These businesses will also reap value data and AI. Then, plug-and-play LLMs like ChatGPT can enhance business operations and foster innovations. But general-purpose LLMs lack domain-specific expertise,

so they underperform in unique contexts.

That said, businesses can fine-tune LLMs with sector- or organization-specific data. Customizable LLMs provide deeper context, expertise, and accuracy in specific tasks. They are, for instance, popular as medical diagnosis, legal research, or algorithmic trading tools. Businesses can also blend low- or no-code tools with datasets from data platforms. For example, they can leverage data marketplaces to access diverse niche datasets for LLM innovations. Then, savvy businesses with unique data can also gain new insights via collaboration. They can, for instance, partner with diverse sub-communities or competitors via data consortiums.

Moreover, data consortium technology supports the development of LLMs. Its protocols also protect the autonomy and control of proprietary datasets. The best collaborative data platforms integrate algorithms into data at its source. As a result, business data never leaves its storage. So, its holders stay compliant with privacy regulations. These protocols also give data consortium members autonomy over proprietary data.

Last, there are opportunities in the hardware semiconductor, infrastructure, and developer tool layers. These sectors offer capital-

intensive, super-competitive, and concentrated data opportunities. These layers have created value for large corporations like Google and Nvidia. For this reason, there is little to no space here for underfunded startups.

### How businesses can reap value from data in a world of AI

Most businesses collect large amounts of data, but it is often not labelled. Labelling data is a time- and resource-intensive exercise. It may involve the complexity of NLP (natural language processing) and object recognition technology. Businesses often collect and store their data for years. However, time may render such data useless. That means other businesses use unreliable collection methods. They cannot leverage it as an asset as they are unsure of its accuracy.

The other challenge hampering the value of data as an asset is its lack of diversity. Data from a single source lacks variations. Variance ensures that data insights represent a true target population. To this end, data preprocessing is vital in its valuation. Enterprises should not just collect data. They should clean, transform, and standardize it to turn it into valuable assets in the age of AI.

High-quality and enriched data provides accurate and reliable insights. It lowers bias and errors in the AI training process. As the saying goes, in data, quality scales better than size. To take part in the data and AI revolution, businesses must collect and store high-quality data. ■



**Matthijs de Vries**

Founder & CEO, Nuklai

## SUMMARY

Data is the new asset class in the world of AI-driven applications. Enterprise opportunities for data include:

- the monetization of historical and real-time data via LLMs and APIs
- mining insights from business data to identify trends and make accurate predictions
- development of custom AI-driven tools
- creating a development tool builder or the data asset marketplace innovations
- data trust, provenance, privacy, and compliance platforms
- hardware semiconductor, infrastructure, and developer tool layer businesses
- data collaboration to create novel LLMs

<sup>1</sup> See: [https://eit.europa.eu/sites/default/files/emerging\\_ai\\_and\\_data\\_driven\\_business\\_models\\_in\\_europe\\_final.pdf](https://eit.europa.eu/sites/default/files/emerging_ai_and_data_driven_business_models_in_europe_final.pdf)

# OUTLOOK TWEEDE HELFT 2024

Monetaire spanningen, internationale strijd, politieke veranderingen, klimaatrisico's en AI-gekte. 2024 heeft alle ingrediënten om een memorabel jaar te worden. Wat staat er het tweede halfjaar allemaal te gebeuren?

Door Bouko de Groot

'Al met al lijken de voorwaarden voor een geleidelijke versnelling van de economische activiteit dit jaar nog steeds aanwezig,' zo blikt de ECB vooruit op het tweede halfjaar.<sup>1</sup>

Naarmate de inflatie vertraagt, zouden de reële loongroei en de veerkrachtige werkgelegenheid een herstel van de consumptie moeten ondersteunen. Ondanks de dalende winstmarges zullen de investeringen naar verwachting profiteren van 'een geleidelijke versoepeling van de kredietvoorwaarden' en het groeitempo zal naar verwachting vanaf de tweede helft van dit jaar 'grotendeels in lijn met het potentieel stabiliseren'. De ECB ziet wel risico in de aanhoudende geopolitieke spanningen en de groeiende klimaatproblemen. 'Bijkomende verstoringen van de handel kunnen leiden tot hernieuwde druk op de toeleveringsketens, waardoor de productie wordt belemmerd en de prijsdruk toeneemt.'

Klimaatrisico's en de toenemende frequentie van extreme weersomstandigheden blijven volgens de ECB bedreigingen vormen.

De VS lopen voor op Europa. 'Recente indicatoren wijzen erop dat de economische activiteit in een stevig tempo is gegroeid. De banengroei is sterk gebleven en het werkloosheidspercentage laag. De inflatie is het afgelopen jaar afgenomen, maar blijft hoog,' aldus de Fed.<sup>2</sup> Die is 'vastbesloten' om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling van 2%. Ter ondersteuning van die doelstellingen heeft de Fed besloten om de bandbreedte voor de rente te handhaven op 5,25% tot 5,5%.

Financial Investigator vroeg acht experts hoe zij de economische ontwikkelingen bezien en waar zij de uitdagingen en de kansen zien voor de komende zes maanden.

<sup>1</sup> European Economic Forecast Winter 2024  
<sup>2</sup> Federal Reserve FOMC statement (May 2024)



## Jitzes Noorman

Delegated CIO & Investment Strategist,  
Columbia Threadneedle Investments

‘Een lagere risicopremie op aandelen is op zijn plaats.’

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2024?

‘Economische data suggereert groei voor de grote economieën, al is er sinds kort wel sprake van enig verlies van momentum voor de Amerikaanse economie. De belangrijkste risico's zijn geopolitieke spanningen, fragmentatie en aanhoudend hoge kerninflatie in de Verenigde Staten. Ons model laat een lichte rendements-toename zien voor de meeste beleggingscategorieën. De markten hebben de rentverlagingen die in de tweede helft van het jaar worden verwacht van zowel de Federal Reserve als de ECB, inmiddels ingeprijsd. Veranderingen in de renteverwachtingen of plotse inflatieschokken kunnen de volatiliteit weer doen stijgen.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Binnen aandelen zijn ontwikkelde markten vanwege de toegenomen volatiliteit minder aantrekkelijk geworden in vergelijking met opkomende markten. Door de forse

renteklim van de afgelopen jaren leveren aandelen nu in verhouding tot staatsobligaties een zeer laag rendement op. Het verwachte rendement over vijf jaar voor staatsobligaties uit de eurozone is sinds januari 2024 gestegen naar 2,6% en het verwachte rendement voor high yield – ook ondersteund door de daaropvolgende stijging van de spreads – is gestegen naar 5,4%. Het verwachte rendement voor aandelen is redelijk stabiel gebleven en bedraagt momenteel 4,9%. Die stijging van het rendement op staatsobligaties komt wel met extra risico. De schuld van de Amerikaanse federale overheid loopt in ijltempo op. Door dat inherent hogere risico op staatspapier zijn aandelen ten opzichte van staatsobligaties minder riskant geworden. Met andere woorden: de verschillen in verwachte rendementen tussen deze beleggingscategorieën zijn nu aanzienlijk kleiner. Hierdoor is een lagere risicopremie op aandelen op zijn plaats.’

## Maarten Spek

Global Macro Investment Strategist, ECR Research

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2024?

‘In het tweede helft van dit jaar zal de economie minder gestimuleerd worden door fiscaal beleid en de meewind van het herstel van de aanbodzijde neemt af. Hierdoor krijgt het krappe monetaire beleid een groter remmend effect op de groei. De toename van de reële lonen zal de groei helpen, maar er komen steeds meer signalen dat de arbeidsmarkt afkoelt. Dit zal de loonstijgingen temperen. Minder hoge loonstijgingen zullen de inflatie onder meer neerwaartse druk zetten. Dit kan versterkt worden door overcapaciteit in als strategisch beschouwde sectoren waar nu veel in capaciteitsuitbreiding geïnvesteerd wordt. Een verdere afname van de nominale groei is in principe negatief voor de winstgroei van bedrijven en kan de zorgen over de hoge schulden aanwakkeren.

Hoe groot het negatieve effect op de financiële markten wordt, hangt voor een groot deel af van hoe snel de ECB en met name de Fed de rente verlagen, van hoe effectief de economische stimulansen in China uitpakken, en van de uitkomst van de Amerikaanse verkiezingen.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Voor de tweede helft van dit jaar kunnen staatsobligaties – en in mindere mate onroerend goed – profiteren van afzwakende nominale groei en daardoor van meer speculatie op renteverlagingen door centrale banken. Aandelen zullen het daarentegen moeilijker krijgen. Met name Amerikaanse aandelen zijn fors gewaardeerd. Hierdoor kan het negatieve effect van lagere nominale groei op de winsten zwaarder wegen dan het positieve effect van lagere rentes.’



‘Er komen steeds meer signalen dat de arbeidsmarkt afkoelt.’



## Corné van Zeijl

Econoom/Strateeg, Cardano

‘In Europa lijkt de bodem van de economie bereikt.’

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2024?

‘Economen zijn met name over de Amerikaanse economie erg enthousiast. Een jaar geleden verwachtte men een economische groei in 2024 van 0,6%, nu is dat 2,4%. De belangrijkste reden voor dit optimisme is de voortdurende spending boom van de Amerikaanse consument. De arbeidsmarkt en dus ook de loongroei normaliseert en het corona-spaarpotje is al uitgegeven, vooral bij de lagere sociale klassen. Dat kan niet ongebreideld doorgaan. In Europa lijkt de bodem van de economie bereikt. Vooral Duitsland had het zwaar door de terugval in de Chinese economie. Langzaam lijkt een herstel in te zetten. De enorme fiscale stimulans heeft vooral in de VS geleid tot een enorme boost voor de economie. Dat is fijn, maar de keerzijde is een sterk oplopende staatschuld. In de VS hebben beide presi-

dentskandidaten een gat in de hand. Trump met belastingverlagingen, Biden met subsidies. Maar de rentebetalingen van de overheid zijn in drie jaar tijd van 2,6% naar 4,4% van de economie gegroeid. De rente op Amerikaanse staatsobligaties kan op korte termijn best wat dalen door afnemende inflatie-angsten en een lagere economische groei. Op de langere termijn zijn deze sterk gestegen overheidsschulden een risico.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘In de aandelensfeer liggen de risico’s vooral in het enthousiasme over AI-aandelen. Beleggers kijken vooral naar de mogelijke opbrengsten die AI met zich meebrengt, maar vergeten de kosten. De enorme investeringen die het vergt, zullen niet door ieder technologiebedrijf worden terugverdiend.’

## Siegfried Kok

Senior Portfolio Manager, OBAM Investment Management

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2024?

‘De richting van de aandelenmarkten zal in de tweede jaarhelft door twee dingen bepaald worden: het economische Goldilocks-scenario en de ontwikkelingen rondom AI. Deze twee factoren hebben de afgelopen 12 maanden voor het positieve sentiment op de aandelenmarkten gezorgd. In het Goldilocks-scenario valt alles economisch gezien precies goed. Er is niet te veel inflatie, geen (brede) economische recessie, en de winstgevendheid van bedrijven blijft op peil. Hierdoor kunnen centrale banken de kapitaalmarktrente langzaam maar zeker weer gaan verlagen en weten ze dat, naar verwachting, allemaal precies goed te timen. De huidige economische indicatoren geven aan dat dit scenario in de tweede jaarhelft nog wel even kan aanhouden.

Ten tweede verwachten we ook dat de ontwikkelingen rondom AI een dominante factor voor aandelenmarkten zullen blijven. Steeds meer bedrijven beginnen namelijk te profiteren van de AI-ontwikkelingen, onder meer binnen de gezondheidszorg,

binnen de software-industrie en binnenkort ook bij mobiele telefoons. Tevens komt er steeds meer geloof dat (generatieve) AI de productiviteitsgroei wereldwijd flink kan versnellen in de komende jaren. Dat kan de economische groei verhogen, terwijl de uitkomsten voor inflatieontwikkelingen nog niet helemaal duidelijk zijn.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Risico’s voor het positieve scenario zijn de vele geopolitieke spanningen die aanwezig blijven: de oorlog in Oekraïne, onrust in het Midden-Oosten, en een mogelijk conflict tussen China en Taiwan. Daarbij blijven ook de handel en toegang tot hoogwaardige technologie tussen de VS en China een probleem. Tevens blijven oplopende (overheids)schulden een thema, aangezien die zowel in Europa als in de VS extremere vormen aannemen, waarop een keer moet worden ingegrepen. Ten slotte komen de Amerikaanse verkiezingen eraan, wat ook nog voor turbulentie op aandelenmarkten kan zorgen.’



‘Oplopende (overheids-)schulden blijven een thema.’



## Wei Li

Global Chief Investment Strategist, BlackRock

'We think that AI beneficiaries can still gain.'

### What is the economic outlook for the rest of 2024?

'Our core view has been that we live in a world shaped by supply: persistent supply constraints mean economic activity is likely to be slower, on average, than before the pandemic. Even with the US economy's resilience through 2023, activity remains below its pre-Covid trend growth level. We think that in 2024 US growth is set to moderate as the boost from fiscal stimulus and excess savings fades. An increase in immigration has supported the labour market and GDP growth this year. In Europe, the economy has been less resilient to interest rate hikes and bruised by the energy shock. Growth has recently picked up after almost two years of stagnation and we expect to see gradual improvement over the rest of the year.'

### Where are the biggest opportunities and threats for investors?

'US equities are our largest portfolio allocation, and we are overweight in the asset class by incorporating our positive view on AI. We think that AI beneficiaries can still gain, because earnings growth looks robust as evidenced by Q1 results. More broadly, falling inflation and coming Fed rate cuts can underpin the rally's momentum. As a risk, we note that the bar for further upside surprises in earnings is higher. Equity markets have not repriced to account for high-for-longer rates and equity volatility remains low. We're monitoring geopolitical risks that have risen this year – including in the Middle East, the Ukraine war, and China-US tariffs.'

## Joost van Leenders

Senior Portfolio Manager/Equity Strategist, Van Lanschot Kempfen



'We voorzien geen neerwaartse schokken.'

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2024?

'Voor de tweede helft van 2024 voorzien we divergentie tussen de VS en Europa. In Europa zal de groei aantrekken. Stijgende inkomens zullen de consumptie ondersteunen. De Amerikaanse economie zal juist wat vertragen. De arbeidsmarkt koelt af en de sterke groei van de consumptie in de afgelopen kwartalen zal afzwakken. Verschillen in het monetaire beleid zullen beperkt zijn. In beide regio's is de inflatie enigszins hardnekkig. De ECB en de Fed zullen rentes verlagen, maar daarmee ook terughoudend zijn. Er zijn nog grote onzekerheden rondom de Chinese economie, met name omtrent de vastgoedsector en handelsbelemmeringen.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Binnen obligaties zijn we positiever over staatsobligaties dan over bedrijfsobligaties. Als de inflatie wat verder daalt en centrale banken rentes verlagen, zien we ruimte voor dalende markttrentes.

Aangezien de markttrentes al lager liggen dan de officiële rentes, denken we dat de ruimte voor rentedalingen echter beperkt is. Lage risico-opslagen op bedrijfsobligaties maken deze beleggingscategorie kwetsbaar. Dit geldt vooral voor investment grade-bedrijfsobligaties in de VS en voor high yield-bedrijfsobligaties wereldwijd. We zien de beste kansen voor investment grade-bedrijfsobligaties uit de eurozone.

Aandelen hebben sinds oktober vorig jaar flinke stijgingen laten zien. Van tijd tot tijd is het positieve sentiment doorbroken door hardnekkige inflatie en oplopende rentes. Voor de tweede helft van dit jaar zijn we gematigd optimistisch over aandelen. Het inflatie- en renterisico zal afnemen. De economische groei zal niet uitbundig zijn, maar we voorzien geen neerwaartse schokken. Er is flink geanticipeerd op hogere winsten, waardoor het opwaarts potentieel beperkt is. Maar als de winstgroei doorkomt, voorzien we toch oplopende aandelenkoersen, vooral in Europa en de VS.'



## Han Dieperink

Chief Investment Officer, Auréus

‘Voorlopig is de beurs eerder te laag dan te hoog gewaardeerd.’

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2024?

‘De Amerikaanse economie groeit dit jaar sterker dan verwacht en ook in Europa en Azië is er sprake van een aantrekkende economie. De wereldeconomie draait daarmee op meerdere motoren, waardoor de kansen op een recessie verder slinken. Dit is onderdeel van het Uber-Goldilocks-scenario, waar, na de zachte landing, de economische groei en ook de inflatie meevallen. In de loop van het jaar kan de inflatie verder afnemen en dat maakt de weg vrij voor meerdere renteverlagingen. Alleen op wat langere termijn is 2% inflatie eerder een vloer dan een plafond. Aandelen zijn goed bestand tegen inflatie, maar obligaties niet.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘De grootste kans voor beleggers zit in

de aantrekkende arbeidsproductiviteit. Als AI slechts een deel van de beloftes waar kan maken, dan zitten we in een vergelijkbare periode als in de ‘roaring twenties’ of in de jaren negentig. In beide gevallen was dat een ideale omgeving voor aandelen. De grootste bedreiging voor beleggers is dat er daardoor geleidelijk sprake zal zijn van een euforische stemming en dat daardoor waarderingen doorschieten. Voorlopig is de beurs eerder te laag dan te hoog gewaardeerd, maar in deze markten kunnen koersen sterk stijgen. De grootste kansen liggen waarschijnlijk in Azië. Die markten zijn laag gewaardeerd en profiteren bovengemiddeld van de aantrekkende wereldeconomie. Verder profiteren ook private markten volop, een alternatief voor beleggers met hoogtevrees.’

## Joeri de Wilde

Econoom | Impact & Economie, Triodos Bank

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2024?

‘Wij verwachten dat de wereldeconomie in 2024 ongeveer in hetzelfde trage tempo zal groeien als in 2023. Toch is dit wederom beter dan eerder gevreesd, wat voornamelijk komt doordat de renteverhogingen van centrale banken bedrijven en consumenten minder raken dan voorheen. Waar in 2023 de groei nog vooral gedreven werd door de VS, verwachten we nu meer convergentie, met licht afzwakken van de groei in de VS en een terugkeer naar groei in zowel de eurozone als het Verenigd Koninkrijk. We verwachten dat de inflatie verder richting de 2%-doelstelling van de centrale banken zal bewegen, eerst binnen de eurozone en in het VK, en uiteindelijk ook in de VS. Daarom verwachten wij dat de ECB en BoE eerder met renteverlagingen zullen komen dan de Fed, die pas later in het jaar zal volgen.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Voor beleggers zijn de verkiezingen van het Europees Parlement en de Amerikaanse presidentsverkiezing interessant. Een verschuiving naar rechts binnen de EU en een mogelijke herverkiezing van Trump zullen waarschijnlijk resulteren in vertraagde groene wet- en regelgeving. Dit kan bepaalde bedrijven ertoe verleiden duurzaamheidsplannen (nog) verder voor zich uit te schuiven. De toekomstbestendigheid van deze bedrijven komt dan meer in gevaar, en beleggers doen er verstandig aan dit in hun analyse mee te nemen en dit soort bedrijven te mijden. Tegelijkertijd zal de groene wapenwedloop tussen de VS, EU en China verder intensiveren. Dat biedt kansen voor duurzame beleggers, aangezien het de duurzame transitie binnen regio's zal versnellen en de markt voor duurzame oplossingen snel verder zal groeien. Het zal dus zeker blijven lonen om duurzaamheidsoverwegingen mee te nemen in de beleggingskeuze.’



‘De groene wapenwedloop tussen de VS, EU en China zal verder intensiveren.’



# Bart Oldenkamp

## Van Pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer naar Achmea Investment Management



**1999**  
PhD Econometrie,  
Erasmus Universiteit  
Rotterdam

**1969**  
Geboren in Woudenberg

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

Uitstekend! Na een productieve periode bij pensioenfondsen Rail & OV is het leerzaam om je te verdiepen in een breder scala aan klanten. Momenteel speelt vooral de overgang naar de Wtp, maar we werken ook aan de periode daarna. Het geeft voldoening om zoveel collega's te leren kennen die inhoudelijk gedreven zijn. Dat geeft me vertrouwen dat we samen de toenemende complexiteit aan kunnen. Zodoende zijn en blijven we relevant voor onze klanten.

### U begon uw professionele carrière bij ABN AMRO en vervolgde deze bij Cardano. Wat heeft u er gedaan en wat waren uw ervaringen?

Na mijn promotieonderzoek heb ik ervoor gekozen om het vak van portefeuillemanagement te leren bij een internationale organisatie als ABN AMRO. Ik heb daar alle kansen gekregen om me breder te ontwikkelen, ook op commercieel en leidinggevend gebied. Mijn leiding-

gevenden hebben me uitstekend begeleid, ook als het een keertje fout ging. Daarna heb ik al mijn energie gestoken in Cardano. Samen met een collega was ik verantwoordelijk voor het Nederlandse kantoor dat na de kredietcrisis een groeispurt doormaakte. Ik kijk met veel voldoening terug op die periode, waarin we echt als een team werkten. We groeiden snel, accepteerden schoorvoetend wat meer organisatiestructuur, en toch bleef het ondernemend.

### Kunt u kort aangeven welke kennis u op de eerdere posities heeft opgedaan?

Mijn ervaringen binnen zowel een grote organisatie als een groeiende kleine onderneming zijn bepalend voor mijn blik op organisaties. Binnen institutioneel vermogensbeheer heb je beide kanten nodig. De kunst is om soliditeit te combineren met lichtvoetigheid – die helpt om snel te kunnen schakelen in een markt die voortdurend aan het veranderen is.

### Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Achmea Investment Management?

Ik heb altijd contact gehouden met Maureen Schlejen, sinds september Directievoorzitter bij Achmea IM, met wie ik bij NN IP prettig heb samengewerkt. Toen zij afgelopen winter schetste welke opdracht ze voor zich zag, hoefde ik niet lang na te denken om met Achmea IM in zee te gaan.

### Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan gebruiken bij Achmea Investment Management?

Onze opdracht is om vanuit de leidende positie in fiduciair management verder te groeien, ook als vermogensbeheerder. Hierin komt voor mij veel samen: kennis van de Nederlandse markt en ook mijn ervaring als bestuurder, die ervoor zorgt dat ik de 'blik van de klant' weet te behouden.

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

Zeker! Het is echt spannend om je in een andere organisatie opnieuw te moeten bewijzen. Daar kies je natuurlijk bewust voor – het is bevredigend als je daar wederom in weet te slagen.

### Wat verwacht u als Directeur Klanten & Producten bij Achmea Investment Management te bereiken?

Ik hoop de commerciële organisatie verder te versterken, waardoor we als fiduciair manager én vermogensbeheerder succesvol zijn voor onze klanten. Zij staan voor grote veranderingen rond de Wtp, duurzaamheid en impactbeleggen. Als we samen in die verandering slagen, draagt dat ook bij aan het succes van Achmea IM zelf.

### Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Inhoudelijk ga ik een hoop leren van mijn collega's, vooral op het vlak van impactbeleggen. Ondanks de sterke inhoudelijke focus aan het begin van mijn carrière geeft het me nu juist voldoening als ik bijdraag aan de groei van anderen. Het klinkt misschien cliché, maar ervaren dat samen meer oplevert dan alleen, is het leukste dat er is. ■

**Richard Kooloos**

is benoemd tot Directeur van CE Delft. Hiervoor was hij Global Director of Social Impact bij ABN AMRO.

**Mehdi Abdi**

is begonnen als Head of Credits bij PGGM Investments. Hij komt over van Cardano, waar hij Head of Fixed Income was.

**Marjolein van Dongen**

is benoemd tot Chief Client Officer bij Anthos Fund & Asset Management. Zij komt over van Amundi, waar zij Head of Distribution, Retail and Wealth Netherlands was.

**Judith Tillie**

begint op 1 juli 2024 als Director Asset Management bij Achmea Real Estate. Hiervoor werkte zij als Manager Vastgoedsturing bij Woonzorg Nederland.

**Sander Morsman**

is aangesteld als Financial Risk Analyst bij a.s.r. verzekeringen. Hiervoor werkte hij bij APG Asset Management, waar hij Mandate Researcher was.

**Danny Gerritsen**

is benoemd tot Digital Manager bij Altera Vastgoed. Hij komt over van PwC, waar hij Senior Manager Digitale Transformatie was.

**Erik van de Weele**

is begonnen als Director Institutional & Wholesale Business Development België en Luxemburg bij Robeco. Hij komt over van Allianz Global Investors, waar hij Head of Wholesale Business Development Benelux was.

**Godelieve van Velsen**

treedt toe tot het bestuur van Coöperatie DELA. Zij is op dit moment Financieel Directeur van DELA Nederland.

**Edwin van den Oever**

is benoemd tot CEO van Zwitserleven PPI. Hiervoor was hij Managing Director van de Nederlandse PPI van WTW.

**Rishi Santokhi**

is benoemd tot CEO van Dutch Mortgage Portfolio Management. Hiervoor was hij Global CFO bij Aegon Asset Management.

**Paul van Stiphout**

is aangesteld als Fund Manager Dutch Residential Investments bij Bouwinvest, nadat hij deze functie op interim-basis heeft vervuld.

**Edin Mujagić**

is begonnen als Econoom en Fondsbeheerder bij Beleggingsfonds Hoofbosch. Hiervoor was hij Hoofdeconoom bij OHV Vermogensbeheer.

**Leo Houtekamer**

gaat aan de slag als Consultant bij Blue Owl Capital. Hiervoor werkte hij bij Intermediate Capital Group.

**Eva Kalis**

is benoemd tot Hoofd Filantropie Services binnen Private Banking Nederland bij Van Lanschot Kempen. Zij komt over van het Rijksmuseum.

**Marcel Jongmans**

is aangetreden als Voorzitter van de RvB van Bux Holding. Hiervoor was hij Chief Financial Officer van Mobility Invest Group.

**Lars Dijkstra**

is benoemd tot Chief Investment Officer bij PGGM. Hij vervulde deze rol al ad interim sinds 1 februari van dit jaar.

**Gül Poslu**

is aangesteld als Hoofd Benelux bij Nuveen. Zij komt over van Goldman Sachs, waar zij Executive Director Institutional Clients Benelux was.

**Ron Meeuwissen**

is gestart als Director Stichtingen & Verenigingen bij InsingerGilissen. Hiervoor was hij Senior Charity Banker bij ING.

**Patrick Ruwiel**

is aangesteld als Hoofd Transaction Management, Development & ESG bij NLV. Hij komt over van MN, waar hij Directeur Nederlands Vastgoed was.

**Kirsten de Vries**

is benoemd tot Chief Executive Officer bij Triple A. Zij is al sinds 2007 in dienst bij het bedrijf.

**Joris Brouwer**

gaat aan de slag als Analist bij De Rendtmeesters. Hij komt over van Commenda, waar hij Investment Manager was.

**Elske Heringa**

is aangetreden als Algemeen Bestuurslid en Lid van de Pensioen- en Communicatiecommissie van Pensioenfonds Levensmiddelen.

**Hessel van Beijma**

is gestart als Wealth Manager bij Capitaal Vermogensbeheer. Hiervoor was hij werkzaam bij BNP Paribas Asset Management als Senior Client Relationship Manager.

**Jessica Matelski**

is aangesteld als Bestuurslid en Voorzitter van de Beleggingsadviescommissie van Bpf Bakkers. Zij is sinds 2018 actief als zelfstandig pensioenfondsbestuurder.

**Dave Lamberts**

is begonnen als Manager Productontwikkeling en Pricing Inkomen bij a.s.r. verzekeringen. Hij komt over van Aegon, waar hij Manager Pricing Non-Life was.

**Michiel Boonen**

is nu Partner en Head of Retail bij Cushman & Wakefield. Hiervoor was hij Business Development Manager bij Bouwinvest.

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



### Seminar 'Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars'

Datum: Dinsdag 24 september 2024, van 12.30 tot 16.20 uur

Locatie: Erasmus Paviljoen, Rotterdam

- Hoe ga je als verzekeraar om met het spanningsveld tussen rendement en balansvolatiliteit en op welke manieren dek je de curve af?
- Waar neem je renterisico? Hoe beïnvloedt dit je fiscale positie en de volatiliteit van je solvabiliteitsratio?
- Kies je voor valuta afdekken of niet? En zo ja, met welk percentage?
- In hoeverre bepalen duurzaamheidsdoelstellingen je beleggingsbeleid? Hoe ga je om met klimaatrisico's? Hoe belangrijk zijn private markten voor het behalen van je net zero-doelstellingen?
- Hoe aantrekkelijk zijn private markten voor verzekeraars? Hoe wordt private debt beoordeeld in de IFRS- en Solvency-regelgeving en hoe ga je met deze categorie om in de interne modellen?
- Wat is de invloed van geopolitieke risico's op het beleggingsbeleid?

Op **dinsdagmiddag 24 september van 12.30 tot 16.20 uur** zullen diverse experts ingaan op deze en andere actuele vragen tijdens het educatieve seminar '**Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars**', onder leiding van **Erik Leseman**, Hoofd Investment Implementation & Oversight, a.s.r. vermogensbeheer.

Diverse experts zullen hun visie delen, waaronder:

- **Xander van den Biggelaar**, Senior Portfolio Manager Sustainable Investing, Coöperatie VGZ
- **Jack Julicher**, Niet-uitvoerend Bestuurslid van diverse organisaties en Interim Voorzitter Klimaatcommitment Financiële Sector
- **Marieke van Kamp**, Head of Private Markets, NN Group
- **Madelon Moorlag**, Manager Vermogensbeheer, Klaverblad Verzekeringen
- **Prof. Roelof Salomons**, Co-Head EBC, Athora, Professor Investment Theory and Asset Management, Rijksuniversiteit Groningen

### Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor professionals die werkzaam zijn bij een verzekeraar op het gebied van vermogensbeheer, balansmanagement, risicomangement, finance, ALM en verslaglegging. Uw aanmelding is onderhevig aan goedkeuring van Financial Investigator en de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Meer informatie: [www.financialinvestigator.nl/seminar-24-09-2024](http://www.financialinvestigator.nl/seminar-24-09-2024)

### In samenwerking met:



ALLIANCEBERNSTEIN

**Allianz**   
Global Investors

 **PEMBERTON**

**Schroders**

Ontdek beleggen met impact volgens Achmea.

Dat wil je toch ook?

een meer duurzame toekomst.

Eigenlijk wil je toch niets anders: rendement. Daarom wijzen we je op beleggen met impact van Achmea. Dat is slim investeren in beleggingsoplossingen die inzetten op een aantrekkelijk rendement met bijpassend risico. Daar hebben we ruime ervaring mee en die kennis delen we graag. Bovendien zorg je dan tegelijkertijd voor

## BESTE INSTITUTIONELE BELEGGER DIT IS GOOD FOR BUSINESS



## BESTE INSTITUTIONELE BELEGGER, DIT IS BUSINESS FOR GOOD

Eigenlijk wil je toch niets anders: een duurzame toekomst. Daarom wijzen we je op beleggen met impact van Achmea. Dat is slim investeren in beleggingsoplossingen die meebouwen aan een wereld voor de volgende generaties. Daar hebben we ruime ervaring mee en die kennis delen we graag. Bovendien ga je dan tegelijkertijd voor een aantrekkelijk rendement met bijpassend risico.

Dat wil je toch ook?

Ontdek beleggen met impact volgens Achmea.

op [www.achmea.nl/businessforgood](http://www.achmea.nl/businessforgood)