

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

TUSSEN EUROPESE AUTONOMIE EN AFHANKELIJKHEID VAN DE VS

Prof. dr. Ko Colijn,
Instituut Clingendael

RONDE TAFEL GREEN, BLUE & ORANGE BONDS

Duurzame obligatiemarkt
wordt volwassen

PRIVATE MARKETS ONDER DE WTP NOG INTERESSANTER

Hans de Ruiter, Pensioenfonds TNO



RONDE TAFEL
Private Credit



Who's leading,
you or the yield
curve?

Fixed Income
investing with
Natixis IM.

> IM.NATIXIS.COM

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Arnesz, Manno van den Berg, Baart Koster, Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Michiel Pekelharing en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

Randy Caenen
 Michiel Cleij
 Evalinde Eelens
 Jack Julicher
 Philip Menco
 Marthe Tuinstra
 Josephine van der Vossen
 Marc Vijver

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Seving Acar, Rik Albrecht, Gosse Alserda, John Amoasi, Deanne Arends, Erik Jan van Bergen, Frédéric Brindeau, Kerry Brown, Michiel de Bruin, Gwennaële Bruning, Nathalie Bruijn, Ko Colijn, Han Dieperink, Thomas Doyle, Menno van den Elsaker, Ralph Engelchor, Sam Foster, Thomas Friedberger, Andrew Gordon, Damien Guichard, Boris Harmsen, Philip Hosman, Amina Ibrahim, Chris Iggo, Christian Janssen, Jos Kalb, Marieke van Kamp, Niels Kleijn, Richard Klijnstra, Cyrus Korat, Robbert Lammers, Antonio de Laurentiis, Mark Leeijen, Bert Leffers, Erik Leseman, Anahí Machado, Nina Majstorovic, Louay Mikdashi, Shelley Morrison, Frédéric Nada, Alex Neve, Vincent Nobel, Judith Norbart, Alwin Oerlemans, Pim Rank, Mitch Reznick, Cyril Roblin, Koen Ronda, Hans de Ruiter, Loren Sageser, Jorg Sallaerts, Markus Schaen, Robert Scheer, Alison Shimada, Niranjan Sirdeshpande, Maximilian Stroh, Rajesh Sukdeo, Luda Svystunova, Amie Taylor, Marc van Voorst en Jessica Zarzycki

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Kees Rijken Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision



ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Een nieuw tijdperk

De wereldeconomie bevindt zich in een fase van trage groei en voelbare fricties. De inflatie in Europa en de Verenigde Staten koelt weliswaar af, maar blijft boven de doelstelling. Tegelijkertijd houden centrale banken de rente hoog en blijft de financieringsruimte beperkt.

De Europese economie groeit met iets meer dan 1%, met Duitsland als zwakke schakel en Zuid-Europa als positieve uitschieter. In de Verenigde Staten houdt de economie beter stand dankzij stevige consumentenbestedingen en overheidsinvesteringen. Toch blijft de kerninflatie hardnekkig en lijkt de eerste renteverlaging pas medio 2026 in zicht.



Die mix van lage groei, hoge financieringskosten en selectieve liquiditeit zet druk op de private markten. Diverse private credit- en vastgoedfondsen kwamen recent in het nieuws door betalingsachterstanden, herstructureringen en waarderingsverschillen met publieke benchmarks.

Toch vormen juist private credit, infra debt en vastgoedfinanciering de laboratoria van een nieuw financieel tijdperk: minder afhankelijk van marktsentiment, maar niet immuun voor de economische realiteit.

De kunst is onderscheid te maken tussen structurele kansen en cyclische risico's. De juiste managerkeuze is daarbij cruciaal, betoogt Hans de Ruiter in het coververhaal van deze editie. Met hem praten we over de lokroep van private markets onder de Wtp en de implementatie ervan in de portefeuille.

Private markets vormen de rode draad in deze editie. We verkennen de kansen, risico's en praktijkervaringen rond deze groeiende asset class, niet in de laatste plaats omdat private markten ook ruimte bieden om impact te realiseren.

Impact krijgt bovendien een nieuwe dimensie in de wereld van fixed income. In het kielzog van green en social bonds dienen zich steeds meer duurzame labels aan, zoals blue en orange bonds. Reden genoeg voor een rondetafelgesprek over de betekenis en toekomst van duurzaam gelabelde obligaties.

Een duurzame samenleving wordt steeds vaker in verband gebracht met strategische autonomie – op het gebied van technologie, energiezekerheid en defensie. Het versterken van het laatste wordt in toenemende gezien als een voorwaarde voor een weerbare samenleving. Financial Investigator sprak met Ko Colijn over de recente NAVO-besluiten en de gevolgen voor onze strategische autonomie. Een boeiend gesprek!

Laat u inspireren middels deze editie!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar 'Artificial Intelligence, Blockchain, Crypto & Digital Assets: Kans of Bedreiging voor je Portefeuille?'
Datum: 20 november 2025
Van 13.30 tot 18.00 uur
Locatie: B. Amsterdam
Meer info en registratie:
financialinvestigator.nl/nl/seminar-20-11-2025



10

Lagere volatiliteit en hogere rendementen maken private markets onder de Wtp nog interessanter



6

Alles doen om oorlog in Taiwan te voorkomen



Ronde tafel
'Private Credit'

14

COVERVERHAAL

10 Lagere volatiliteit en hogere rendementen maken private markets onder de Wtp nog interessanter, Interview met Hans de Ruiter, Pensioenfonds TNO

THEMA PRIVATE MARKETS

14 Ronde tafel 'Private Credit'

26 Impact investing met private credit gaat nieuwe fase in, Interview met Frédéric Nada and Amie Taylor, Arcmont Asset Management

28 Impactbeleggen met private debt groeit sterk, Achmea Investment Management

30 Mid-market direct lending: stable returns, strong protection, Interview met Damien Guichard en Niels Kleijn, Allianz Global Investors

34 Groei private debt vraagt om keuzes Paneldiscussie 'Risks, opportunities, do's and don'ts in private debt portfolios'

38 CLO's, een onderschatte beleggingscategorie, Interview met Loren Sageser, PGIM

42 Transparency is the key to trust in sustainable investing, Interview met Frédéric Brindeau, Schroders Capital

46 Investeren in de economie van de toekomst Q&A-sessie 'Implementing private markets in your investment portfolio'

50 Unlocking liquidity for private equity GPs, Pemberton Asset Management

52 Ronde tafel 'Real Estate Debt'

62 Entering real estate debt pays off for insurers, Invesco

64 De kracht van supermarkten en wijkwinkelcentra, Interview met Philip Hosman, Altera

THEMA GREEN, BLUE & ORANGE BONDS

86 Ronde tafel 'Green, Blue & Orange Bonds'

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Alles doen om oorlog in Taiwan te voorkomen, Interview met Kerry Brown, King's College

68 Koopkrachtbehoud: wenselijk en mogelijk?, Aegon Asset Management

S Gesponsord

- 70 Looking forward to 2026**, Tikehau Capital
- 72 Tussen Europese autonomie en afhankelijkheid van de VS**, Interview met prof. dr. Ko Colijn, Instituut Clingendael
- 76 AI and quant investing: a smarter collaboration**, Quoniam Asset Management
- 78 Advancing gender finance innovation in emerging markets**, Amundi
- 80 Shifting tides: EM equities back in focus**, Allspring Global Investments
- 82 Obligaties zijn weer een stabiele en renderende portefeuillebouwsteen**, Interview met Chris Iggo, AXA Investment Managers (onderdeel van BNP Paribas)

COLUMNS

- 9 CFA Society Netherlands:** Sterkere pensioensystemen wereldwijd
- 25 Bert Leffers:** Waarom geen Nederlandse asset manager kiezen?
- 33 Han Dieperink:** Na de perfecte storm
- 41 Marc van Voorst:** Strategische autonomie begint bij een sterke thuismarkt
- 45 Pim Rank:** Euronext versus Euroclear: the winner takes it all?
- 61 IVBN:** Onze leefomgeving vraagt om meer dan plusjes

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 85** Boeken & Papers
- 95** On the move special: **Richard Klijnsstra**
- 96** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 20/11/2025** Seminar 'Artificial Intelligence & Digital Assets: Threat or opportunity for your investment portfolio?'
- 02/12/2025** Lunch Webinar Discussie 'Infrastructure Equity in the Age of Transition: Financing the Net-Zero Future'
- 10/02/2026** 'Asset Allocation Seminar' in Brussel
- 23/03/2026** Pensioen seminar 'Beleggen onder de Wtp'



52 Ronde tafel 'Real Estate Debt'



Tussen Europese autonomie en afhankelijkheid van de VS

72



86 Ronde tafel 'Green, Blue & Orange Bonds'

BLACKROCK:

Veel Nederlandse verzekeraars houden vast aan huidig risicoprofiel

Wereldwijd richten verzekeraars zich steeds meer op private markten en duurzame infrastructuur, blijkt uit de 14^e editie van BlackRock's Global Insurance Report. Maar liefst 91% van de respondenten verwacht binnen twee jaar meer te investeren in private assets. Ook Nederlandse verzekeraars tonen meer belangstelling, maar verhogen hun risicoprofiel niet.

Aan het onderzoek namen 410 verzekeringsbeleggers uit 32 markten deel. Zij zoeken meer spreiding, stabielere inkomsten en manieren om hun portefeuilles te versterken in een onvoorspelbaar economisch klimaat.

Van de vijftien Nederlandse respon-



denten verwacht 53% een zachte landing van de economie. Geopolitieke spanningen (27%), hoge rentes (20%) en nieuwe regelgeving (20%) gelden als grootste risico's. De meeste verzekeraars houden vast aan hun huidige risicoprofiel, met nadruk op spreiding en geïntegreerd risicobeheer.

De belangstelling voor private assets blijft groot: 40% wil de allocatie vergroten, met name in private debt, infrastructuur en multi-alternative strategieën. Tegelijk blijft 73% vasthouden aan publieke markten. Ongeveer de helft werkt aan flexibelere beleggingsmodellen en meer samenwerking met strategische partners.

Duurzaam beleggen is stevig ingebed: verzekeraars zien vooral kansen in infrastructuur (55%), duurzame energie (67%) en groene obligaties (47%). Vrijwel alle respondenten (99%) werken aan een CO₂-arme portefeuille. Daarnaast ligt de nadruk op regelgeving, rapportage en technologische vernieuwing om portefeuilles toekomstbestendig te houden.

DE TIPS VAN

Laure Wessemsius-Chibrac

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

'Ik werk al 30 jaar met veel plezier in de financiële sector, maar mijn perspectief kreeg een nieuwe dimensie toen onze zoon werd geboren. Ik realiseerde me dat finance niet alleen over cijfers en rendement gaat, maar ook een 'force for good' moet zijn. Ik wil bouwen aan een toekomstbestendige economie: van kortetermijnwinst naar langetermijnwaardecreatie, een toekomst die financieel én maatschappelijk duurzaam is. Daarom ben ik impactbelegger geworden en werk ik met veel overtuiging aan het versterken van het Nederlandse impactecosysteem.'

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

'De videos met Benedict Cumberbatch en Olivia Coleman op de website van MMMM leggen duidelijk de link tussen geld en een (niet-)duurzame toekomst. Daarnaast sluit de eerste aflevering van de podcast van Sander Schimmelpenninck en Sandra Philippen over de wereldeconomie mooi aan bij ons werk bij de NAB. Tot slot vind ik 'Vox' van Christina Dalcher de meest beklemmende fictie die ik in lange tijd heb gelezen en een herinnering aan hoe kwetsbaar vrouwenrechten kunnen worden onder conservatieve regimes.'



Laure Wessemsius-Chibrac zet zich al jaren in voor het ontwikkelen van het ecosysteem voor impactinvesteringen en is Managing Director van NAB impact investing, de brancheorganisatie van impactinvesteers in Nederland. Daarvoor was zij Hoofd Beleggingen bij Cordaid, een internationale NGO en impactinvesteerder, en investment banker bij BNP Paribas en ABN AMRO Rothschild.

BRAVA FINANCE:

Institutional investors turn attention to stablecoins

Global research from Brava Finance shows nearly half (47%) of all institutional investors and wealth managers who currently invest in digital assets already have a stablecoin strategy while 52% are developing one as interest in the sector surges.

The research found almost all the institutional investors and wealth managers (95%) who are already investing in stablecoins say the asset class is generating a yield.

Looking to the next three years, almost nine out of ten (89%) say the institutional use of stablecoins will increase, with 8% expecting a dramatic increase.

PMA in zorgvastgoedfonds Achmea Real Estate

Pensioenfonds Medewerkers Apotheken (PMA) gaat participeren in het Achmea Dutch Health Care Property Fund (ADHCPF), het zorgvastgoedfonds van Achmea Real Estate. Het pensioenfonds, dat € 3,4 miljard beheert voor 58.000 deelnemers, treedt in met een mandaat van € 30 miljoen.

‘Met het nieuwe mandaat wil PMA op drie fronten impact maken’, zegt voorzitter Iris Blankers van het pensioenfonds.

‘Zorgconsumenten krijgen toegang tot hoogwaardige en betaalbare (woon)zorg, zorgpartijen kunnen mensen en middelen vrijmaken voor hun kernproces, het verlenen van goede zorg, en Achmea Real Estate kan zijn kennis en ervaring inzetten voor onder meer de verduurzaming van het vastgoed.’

Het zorgvastgoedfonds is onlangs door de Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) beoordeeld als het duurzaamste zorgvastgoedfonds in Europa.

Pensioenfonds KPN investeert in private debt-impactstrategie M&G Investments

Pensioenfonds KPN heeft € 300 miljoen geïnvesteerd in een impactgerichte private debt-strategie van M&G Investments. Dit mandaat, beheerd door M&G na een selectie door Aegon Asset Management, richt zich op het verstrekken van bedrijfsleningen aan bedrijven die positieve milieu- en sociale resultaten nastreven, met thema's als klimaat, biodiversiteit, technologie en verantwoorde consumptie. De investering is geclassificeerd als een SFDR Artikel 9-fonds, wat betekent dat het een duurzaam beleggingsdoel heeft naast het behalen van financiële rendementen.

Pensioenfonds KPN heeft als doelstelling om eind 2026 ten minste 5% van de portefeuille te beleggen in impactbeleggingen. Hiermee wil het pensioenfonds een positieve en meetbare sociale en milieu-impact realiseren, naast een marktconform voor risico-gecorrigeerd financieel rendement. De impactdoelstellingen moeten worden gerealiseerd zonder dat dit ten koste gaat van andere duurzaamheidsdoelstellingen (het do no significant harm-concept).

State Street IM en Van Lanschot Kempen IM kondigen samenwerking aan

State Street Investment Management en Van Lanschot Kempen Investment Management gaan een strategisch partnership aan om verdere innovatie te stimuleren in hun beleggingsaanbod in Europa.

Binnen het partnership gaan beide bedrijven de mogelijkheden onderzoeken om samen actieve ETF-producten te ontwikkelen. Daarnaast onderzoeken zij kansen om samen aanvullende oplossingen te ontwikkelen voor hun beider klantgroepen, zowel in private als publieke markten, voor Wealth Management en Outsourced Chief Investment Officer-klanten.

Eerder werkten de partijen al samen op het vlak van Liability Driven Investment (LDI)-oplossingen. State Street IM is één van de managers die Van Lanschot Kempen ondersteunt bij het afdekken van valuta- en renterisico's, als onderdeel van geïntegreerd balans-beheer voor een brede klantenkring.



OSTRUM AM:

Pensioentransitie leidt tot marktvolatiliteit in Europa

De hervorming van het Nederlandse pensioenstelsel zal niet alleen nationaal voelbaar zijn, zegt Aline Goupil-Raguénès, strateeg bij Ostrum AM, onderdeel van Natixis IM. ‘De omschakeling heeft grote gevolgen voor de Europese obligatie- en renteswapsmarkten. Door de hervorming gaan pensioenfondsen voor verschillende leeftijdscohorten beleggen, wat leidt tot een verschuiving van zeer langlopende staatsleningen naar aandelen en obligaties met kortere looptijden.’

Volgens de strateeg hebben pensioenfondsen in het nieuwe stelsel minder behoefte aan extreem lange rentehedges en staatsobligaties met een looptijd van dertig jaar, waardoor de vraag aan het lange einde van de rentecurve aanzienlijk zal afnemen. ‘Met name Duitsland en Frankrijk zullen dat merken, aangezien zij traditioneel belangrijke bestemmingen zijn voor Nederlands pensioenkapitaal.’

Omdat diverse pensioenfondsen op 1 januari 2026 zullen overgaan naar het nieuwe stelsel, verwacht Goupil-Raguénès rond die periode meer volatiliteit op de financiële markten. ‘Gezien het grote volume verwachten we een structureel steilere rente- en swapcurve in de eurozone.’

Alles doen om oorlog in Taiwan te voorkomen

Het handhaven van de status quo rond Taiwan is cruciaal. Mocht het tot een oorlog komen, dan zijn de gevolgen niet te overzien.

Het belangrijkste risico daarop komt van de zijde van de VS, waar president Trump, of een potentiële opvolger, kan besluiten Taiwan te erkennen. Dat zou China tot acties verleiden die het uit eigen beweging vooralsnog niet wenst uit te voeren.

Door Joost van Mierlo

Dit zijn de woorden van Kerry Brown, een voormalige hooggeplaatste Britse diplomaat in China die inmiddels al meer dan een decennium Hoogleraar Chinese Studies is aan King's College in Londen. In die periode heeft hij aan de lopende band boeken over het land gepubliceerd. De situatie rond Taiwan, het onderwerp van zijn laatste boek, is volgens Brown 'in de afgelopen vijftig jaar nog niet zo onvoorspelbaar geweest'. Ondanks de krachtige taal van de Chinese president Xi Jinping verwacht hij het grootste gevaar echter niet van China. 'China heeft geduld. Het land heeft nog altijd het gevoel dat de onderhandelingspositie aan het verbeteren is. Bovendien zijn er voldoende problemen in eigen land die moeten worden geadresseerd.'

In het Verenigd Koninkrijk woedt op dit moment een discussie of China moet worden gezien als de belangrijkste vijand. Is China dat?

'Het is een wat schizofrene situatie. Aan de ene kant zie je dat de Britse regering de economische banden met China wil aanhalen. Het is nu eenmaal een economische grootmacht en de relatie met de Verenigde Staten staat onder druk. Aan de andere kant zijn er de verhalen over Chinese spionage. Die verhalen moet je natuurlijk serieus nemen, maar ik heb niet de indruk dat China een speciale belangstelling heeft voor het Verenigd Koninkrijk.

Daarnaast denk ik dat China niet gebaat is bij het opvoeren van de spanningen met het

Verenigd Koninkrijk of met Europa in het algemeen. Het is geen land dat ervan houdt conflicten op de spits te drijven. De meeste internationale aandacht in China gaat op dit moment uit naar de VS. Daarnaast heeft China voldoende problemen in eigen huis.'

Hoe reageert China op de druk die vooral door president Trump wordt uitgeoefend?

'Je ziet dat Xi Jinping een beleid voert waarbij hij de afhankelijkheid van andere landen wil verminderen. Dat is iets waar de afgelopen jaren op is aangestuurd.

Maar er zijn natuurlijk grenzen. We leven niet in een tijd waarin de Han-dynastie en het Romeinse Rijk konden bestaan zonder rekening met elkaar te hoeven houden. Met de huidige kapitaalstromen en het internetverkeer is het niet mogelijk om je volledig te isoleren. Dat beseft China ook. De Chinese houding is vooral defensief, terwijl die van de VS meer offensief is.'

Wordt China in de hoek van landen als Rusland en Iran gedreven?

'Je ziet dat de banden met deze landen worden geïntensiveerd, zoals bleek bij de recente bijeenkomst van de Shanghai Cooperation Organization. Maar niet alleen deze landen waren daar aanwezig; ook landen als Saoedi-Arabië en Brazilië namen deel. Het zijn allemaal landen die naar manieren zoeken om met de druk om te gaan die

'China heeft geduld. Het land heeft nog altijd het gevoel dat de onderhandelingspositie aan het verbeteren is.'

CV

Kerry Brown

Kerry Brown studeerde Engelse taalwetenschap en promoveerde in 2004 op een studie over de gevolgen van de Chinese Culturele Revolutie voor Mongolië. Hij was begin jaren negentig enkele jaren docent in Japan en Mongolië. In 1998 trad Brown in dienst bij de Britse Foreign Service en werkte hij onder meer als First Secretary op de ambassade in Beijing. In 2005 stapte hij over naar de academische wereld. Sinds 2015 is hij Hoogleraar Chinese Studies aan King's College in Londen en Directeur van het Lau China Institute. Dit jaar verscheen zijn boek 'Why Taiwan Matters'.



vanuit de VS op hen wordt uitgeoefend.'

Betekent dat dat China een internationale sleutelrol begint te spelen?

'Dat zou je verwachten gezien het feit dat het land de op één na grootste economie ter wereld heeft, evenals het grootste leger en de omvangrijkste marine. Maar als je naar de recente discussies over het staakt-het-vuren in Gaza kijkt, moet je constateren dat China geen enkele rol heeft gespeeld.

Dat geldt feitelijk voor alle grote internationale conflicten. China houdt zich vooral afzijdig. Ik denk dat een van de grote uitdagingen voor China in de komende jaren is dat het land een actievare rol gaat spelen binnen de internationale verhoudingen. China is wat dat betreft huiverig, maar kan zich niet langer veroorloven zich afzijdig te houden.'

Over problemen in eigen huis gesproken: de economische groei is decennialang voor vanzelfsprekend gehouden. Dreigt daar een einde aan te komen?

'China staat voor tal van serieuze uitdagingen, of het nu gaat om een verouderende bevolking, de milieuproblemen of de economie. Je ziet dat het land nog altijd kampt met een vastgoedcrisis en een lage economische groei.

Daar staat tegenover dat de inflatie laag is en dat de consumptie onder druk staat. Dat laatste is een voordeel omdat het betekent dat politieke spanningen uitblijven. Een hogere consumptie leidt immers bijna vanzelfsprekend tot een vraag om meer vrijheden. Dat is iets waar de leiding van de

Communistische Partij, en zeker Xi Jinping, geen behoefte aan heeft.'

Wat doet de partij eraan om de problemen het hoofd te bieden?

'De hoop is op technologie gevestigd. Dat zie je waarschijnlijk als binnenkort het nieuwe vijfjaren-programma wordt gepresenteerd. Er wordt massaal geïnvesteerd in verbetering van infrastructuur. En dat terwijl het land wat dat betreft al een enorme vooruitgang heeft gemaakt. Iedereen spreekt wel over de economische problemen, en die zijn er natuurlijk, maar het land heeft ook het meest geavanceerde hogesnelheids-netwerk voor treinen. Overal duiken robots op in het straatbeeld, zelfrijdende auto's zijn er de normaalste zaak van de wereld. De keuze voor verdere technologische ontwikkeling is natuurlijk een gok, maar wel een die de afgelopen decennia haar vruchten heeft afgeworpen.'

Hoe kijkt u tegen de situatie in Taiwan aan? Ook daar gebruikt Xi meer dreigende taal.

'Het klopt dat er vaker wordt gesproken over het feit dat Taiwan deel uitmaakt van China. Op verzoek van China is Taiwan ook uit internationale organisaties geweerd. En er zijn veel incidenten waarbij China met schepen, vliegtuigen of ballistische raketten het territorium rondom Taiwan binnendringt, hoewel dat laatste vaak wordt veroorzaakt doordat China zich geprovoceerd voelt, zoals enkele jaren geleden bij het bezoek van

Nancy Pelosi, die indertijd de Democratische leider was van het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden.

Toch moet je een onderscheid maken tussen woorden en daden. Een gewapend conflict rondom Taiwan zal de wereld zoals >

'Met de huidige kapitaalstromen en het internet-verkeer is het niet mogelijk om je volledig te isoleren. Dat beseft China ook.'

‘Een gewapend conflict rondom Taiwan zal de wereld zoals we die nu kennen veranderen.

Het zal een Derde Wereldoorlog ontketenen.’

we die nu kennen veranderen. Het zal een Derde Wereldoorlog ontketenen. Het gaat om een oorlog waarvan de gevolgen niet te overzien zullen zijn.

Dat is iets dat China ook beseft, nog los van het feit dat China, zelfs als het land in staat zal zijn om zo’n oorlog te winnen, niet goed weet hoe het de vrede daarna zou moeten realiseren. Taiwan heeft immers een enorme omwenteling doorgemaakt in de afgelopen decennia. Begin jaren zeventig omschreef een grote meerderheid van het land zich als Chinees, nu is dat een kleine minderheid. Vooral jongeren voelen zich in de eerste plaats Taiwanese en pertinent niet Chinees.’

China zal dus niet het initiatief nemen tot een oorlog met Taiwan?

‘Dat denk ik inderdaad niet. De enige manier waarop dat naar mijn mening zou kunnen gebeuren, is als het land daartoe wordt geprovoceerd doordat andere landen, met name de Verenigde Staten, een onafhankelijk Taiwan zouden erkennen.

Trumps onvoorspelbaarheid is zijn meest opzienbarende karaktertrek. Maar hoewel hij duidelijk heeft gemaakt Taiwan bij een aanval te zullen verdedigen, zal hij waarschijnlijk niet zover gaan om tot erkenning van Taiwan over te gaan.

Wel maak ik me zorgen over wat er zal gebeuren als de race om de opvolging van Trump losbarst. Wie weet wat er gebeurt als mensen zich menen te kunnen profileren door zich assertief op te stellen tegenover China.’

Maar Xi Jinping heeft toch gezegd dat het Chinese leger in 2027 in staat moet zijn om Taiwan in te nemen?

‘Er is een verschil tussen woorden en daden. China kiest bijna altijd voor de geleidelijke weg als het om het oplossen van problemen gaat. Dat zal ook met Taiwan het geval zijn, vermoed ik. Misschien dat geopteerd wordt voor een blokkade, of zo iets. Waarschijnlijker is dat China gewoon afwacht. Wie weet hoe de situatie er over tien jaar uitziet? In de afgelopen decennia is de positie van China alleen maar krachtiger geworden, zowel in economisch als in militair opzicht. Niets wijst

erop dat dit de komende jaren zal veranderen.’

De politieke stabiliteit in China is daarbij van groot belang. Recent waren er berichten dat bestuursvoorzitters van bedrijven op grote schaal werden gearresteerd op verdenking van fraude. Hoe zorgelijk is dat?

‘We weten weinig over de interne verdeeldheid onder de Chinese bevolking. Het is de laatste jaren alleen maar moeilijker geworden om daar inschattingen over te maken. De arrestaties van bestuursvoorzitters zijn een teken aan de wand. De Chinese politieke leiding hecht groot belang aan loyaliteit, om het zo maar eens te zeggen. De stabiliteit onder Xi is ten koste gegaan van veel vrijheden. Het zijn immers niet alleen ondernemers die worden opgepakt. Hetzelfde is gebeurd binnen het leger. Het staat allemaal in het teken van loyaliteit, maar je moet natuurlijk niet in een situatie terechtkomen waar mensen te angstig zijn om ook maar iets te doen.

Dat is het probleem waar Xi en de Chinese partijleiding de komende jaren mee te maken krijgen. Ze zijn enorm beducht voor individuen of ontwikkelingen die hun persoonlijke macht beïnvloeden en verminderen. Maar er zijn ook economische prikkels nodig om ondernemers te stimuleren, met name nu de partij zoveel waarde hecht aan technologische vooruitgang.’

Is het niet lastig om een relatie met China te ontwikkelen als niet eens duidelijk is hoe China haar eigen problemen aanpakt?

‘Ja, dat is zo. Maar het is ook niet onmogelijk. Wat je bij China ziet, is dat het ontwikkelen van wat ik netwerken noem, van enorm belang is. China is de belangrijkste handelspartner van meer dan honderd landen. China heeft het meest uitgebreide netwerk van diplomaten ter wereld.

Het land is daarbij op zoek naar situaties waarbij onderlinge verschillen worden gerespecteerd, maar waarbij samenwerking tot wederzijdse voordelen leidt. Het is een land dat en heel krachtig is en tegelijkertijd een gevecht probeert te vermijden. Daar moet je heel sober mee omgaan. Dat is de uitdaging waar westerse landen voor staan.’ ■

Sterkere pensioen-systemen wereldwijd

Column van CFA Society Netherlands

Wereldwijd zit de kwaliteit van pensioensystemen in de lift. De 2025-editie van de Mercer CFA Institute Global Pension Index geeft hogere rapportcijfers aan de pensioensystemen in veel landen. Dit jaar bevat de index ook tips voor overheidsbeleid op het gebied van pensioenbeleggen.

In de 17^e editie van de Mercer CFA Institute Global Pension Index zien we aan top (1) Nederland, (2) IJsland en (3) Denemarken. Samen met Singapore en Israël hebben deze landen robuuste pensioensystemen die goede pensioenuitkomsten voor de deelnemers bieden ('adequacy'), houdbaar zijn in opzet ('sustainability') en goed scoren op organisatie, besturing, transparantie en kosten ('integrity'). Nederland scoort op alle drie de terreinen goed, maar wint op het bieden van goede pensioenuitkomsten.



Door **Alwin Oerlemans**, Head of Product Management bij APG Asset Management, en **Rik Albrecht**, bestuurder en voorzitter beleggingscommissie bij diverse pensioenfondsen, docent bij SPO en adviseur bij Roccade Advies. Beiden zijn lid van de Advocacy Committee van CFA Society Netherlands.

Nieuwkomer in de hoogste categorie op plaats 4, Singapore, scoort wereldwijd het beste op 'integrity'. Het onderzoek wordt steeds uitgebreider, met inmiddels 52 landen en dekking van 65% van de wereldbevolking. Diverse landen, waaronder een aantal groei-economieën, hebben grote sprongen vooruit gemaakt.

Dit jaar zoomt het rapport specifiek in op de invloed van overheden op de beleggingen van pensioenfondsen. De meeste landen hebben regelgeving om binnen een duidelijk kader en onder toezicht te beleggen, zoals de prudent person-regel. Dit kader moet waarborgen dat het beleggen op een zorgvuldige, deskundige en verantwoordelijke manier plaatsvindt, in het belang van de deelnemers aan de pensioenregelingen.

In veel landen (40 van de 52) blijken overheden echter aanvullende restricties op te leggen. Dit kunnen limieten zijn op specifieke beleggingscategorieën, zoals aandelen, vastgoed of zakelijke waarden. Zo

kent Spanje een 30% limiet op vastgoed en Zuid-Afrika een 15% limiet op private equity. Sommige landen kennen limieten op buitenlandse beleggingen, zoals Brazilië, die deze beperkt tot 10%. Landen met een hoger inkomen per hoofd van de bevolking, beter ontwikkelde kapitaalmarkten en uitgebreider toezicht kennen doorgaans minder restricties. Andere regelgeving betreft restricties op lifecycles bij individuele beleggingen, zoals in Zuid-Amerika, en restricties op zeggenschap in ondernemingen. Canada heeft op dit laatste punt zijn beleid recent aangepast. Daarnaast zijn er ook indirecte regels met betrekking tot relatieve performance, solvabiliteit of belastingen. Actuele discussies betreffen het meer beleggen in private markten in eigen land, zoals in het Verenigd Koninkrijk, Canada, Australië en Maleisië, en de implementatie van verantwoord beleggen, zoals in Japan en Zweden.

Met het aanreiken van acht principes biedt het rapport handvatten om tot een evenwichtiger overheidsbeleid te komen. De eerste vier principes hebben betrekking op het primaire doel van pensioenfondsen om inkomen te verschaffen aan gepensioneerden, het borgen van de fiduciaire rol, robuuste governance en het geven van toegang tot een scala aan asset classes passend bij de omvang en complexiteit van de pensioenuitvoerders. De andere vier principes gaan specifiek over overheidsrestricties, en over overheidsbeleid dat beleggen in eigen land stimuleert, zonder in de fiduciaire rol van de pensioenfondsen te stappen. Bovendien gaan ze over samenwerking tussen pensioenuitvoerders en overheid om barrières voor beleggen weg te nemen ten aanzien van schaal of risico. Eén van de principes benoemt specifiek dat overheden zouden moeten afzien van performance tests of kostenplafonds voor pensioenfondsen vanwege de ongewenste invloed daarvan op specifieke beleggingen. Tot slot vraagt een ander principe aandacht voor de invloed van pensioenfondsen op de nationale economie. Met deze principes kunnen landen hun pensioensystemen in de komende jaren verder verbeteren. ■



Lagere volatiliteit en hogere rendementen maken private markets onder de Wtp nog interessanter

Private markets spelen een steeds grotere rol in de portefeuilles van pensioenfondsen. Ze bieden niet alleen extra rendement, maar kunnen ook de schokken van beursvolatiliteit dempen, wat vooral onder het nieuwe pensioenstelsel belangrijker wordt. Een goede managerselectie en governancestructuur zijn echter wel de sleutel tot succes stelt Hans de Ruiter, CIO bij Pensioenfonds TNO.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken Fotografie

Welke rol hebben private markets in de institutionele portefeuille?

‘In de meeste gevallen komen beleggingen in private markets in de rendementsportefeuilles terecht, waar ze uiteenlopende doelen dienen. Ten eerste het genereren van een additioneel rendement ten opzichte van beleggingen in publieke markten, bijvoorbeeld via de illiquidi- teits- en complexiteitspremie. Daarnaast dragen private markets bij aan de diversificatie van de portefeuille. Over het algemeen hebben ze een beperkte correlatie met de publieke markten, zeker over een kortere beleggings- horizon.

Als ik de vraag toespits op pensioenfondsen, dan valt hier nog iets meer over te zeggen vanwege de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Onder de Wtp zijn zowel het vermogen als het verwachte pensioen relevant. Het verwachte pensioen speelde in het oude pensioen- stelsel ook al een belangrijke rol en het vermogen was vooral van belang in het kader van de dekkingsgraad. Onder de Wtp gaan we beleggen volgens een life-cycle- benadering, waarbij het beleggingsbeleid is afgestemd op de leeftijd van de deelnemers. Voor jongeren zal het

risicoprofiel hoger liggen dan thans het geval is, en voor ouderen juist lager. Daarnaast is een goede communica- tie vereist over de ontwikkeling van zowel het verwachte pensioen als het vermogen. Deelnemers gaan zich veel meer bewust worden van het verloop van hun vermogen. Het is te verwachten dat oudere actieven de focus hebben op het verwachte pensioen, terwijl jonge actieven meer aandacht hebben voor het vermogen. Het pensioen ligt immers in de verre toekomst. Het feit dat jonge actieven in het nieuwe stelsel een risicovollere portefeuille krij- gen, gecombineerd met het feit dat zij waarschijnlijk vaker naar de vermogensontwikkeling gaan kijken, stelt pensioenfondsen voor een uitdaging. Een risicovollere portefeuille betekent immers een volatielere vermogens- ontwikkeling. Dit stelt hogere eisen aan de communicatie vanuit pensioenfondsen.

Het is echter ook mogelijk om de hogere volatiliteit te dempen door private markets toe te voegen. Deze beleg- gingen kenmerken zich door een lagere volatiliteit, ter- wijl ze ook uitzicht bieden op een hoger verwacht rende- ment. Kortom, door ze toe te voegen aan de portefeuille, dragen we bij aan een ‘smooth ride to a better long-term >

outcome'. Dit geldt natuurlijk ook voor de oudere actieven, maar gezien de verwachte focus van jongere actieven op het vermogen is de demping van volatiliteit voor hen van groter belang. Het belang van een 'smooth ride' moeten we niet onderschatten. Ik denk dat onder de Wtp meer dan voorheen de reis belangrijk wordt en niet alleen de (verwachte) uitkomst. Aangezien pensioen ook een gevoelsproduct is, is het van belang dat we de reis zo aangenaam mogelijk maken door te zorgen dat we met zo min mogelijk turbulentie op de plaats van bestemming aankomen.'

Op papier zijn de verwachte rendementen relatief hoog en de volatiliteit relatief laag. Een 'free lunch' dus? Wat zijn de verborgen risico's?

'Het is goed om wat nader stil te staan bij de lage volatiliteit. Voor private markets is deze veelal een stuk lager dan voor beleggingen op de publieke markten. Dat hangt mede samen met de wijze van waarderen. Door het ontbreken van een dagelijkse 'mark-to-market' waardering ontstaat er een bepaalde traagheid in de prijsvorming, wat leidt tot een relatief lage volatiliteit. Dat is echter maar één kant van de medaille. De andere kant is dat de volatiliteit op de publieke markten wellicht te hoog is. De volatiliteit daar is immers een functie van de 'fundamentals' en de emotie van de beleggers.

Idealiter zou je willen dat de volatiliteit het risico van de fundamentals reflecteert. Sinds de studies van Robert Shiller in de jaren tachtig, en de vele studies die daarna zijn verschenen, weten we echter dat een groot deel van de volatiliteit op de publieke markten toe te schrijven is aan de emotie van beleggers. Zo bezien is de volatiliteit op de private markten wellicht een betere reflectie van de fundamentals dan die op de publieke markten. Persoonlijk vind ik het als belegger best fijn als ik door toevoeging van beleggingen in private markets het emotierisico in mijn portefeuille wat kan reduceren. Dit laat onverlet dat private markets beleggin-

gen additionele risico's kennen. Door het illiquide karakter ben je als belegger minder wendbaar. De verminderde mogelijkheid tot bijsturing is een additioneel risico. Ik denk overigens dat je dit risico via een goede portefeuillestructurering goed kunt mitigeren.

Een ander mogelijk risico is geringere transparantie. Dat is inherent aan private markets. In het verlengde daarvan is er een ander risico: databeschikbaarheid. Als het gaat om het in kaart brengen van ESG-risico's, dan zien we dat de beschikbaarheid van ESG-data op diverse plekken binnen de private markets beperkt is. Dan is er nog het waarderingsrisico. Doordat waarderungen veelal zijn gebaseerd op het 'mark-to-model' zit er altijd meer onzekerheid in de juistheid van de waardering.

Tot slot is er nog het liquiditeitsrisico uit hoofde van capital calls. We vinden dat dit risico beperkt is. Wij vragen van onze vermogensbeheerders bij private equity en private debt altijd een schatting te maken van de komende capital calls en distributies. Zo kunnen we de liquiditeitsplanning daarop afstemmen. Daarnaast hebben we altijd voldoende buffer om afwijkingen van deze schattingen te kunnen opvangen.'

Hoe belangrijk is de selectie van goede managers en waar moeten we bij selectie op letten?

'Selectie van goede managers is een van de sleutels tot succes bij beleggen in private markets. In tegenstelling tot wat we bij publieke markten zien, is het verschil tussen het eerste kwartiel van managers en het vierde enorm. Vooral bij private equity- en venture capital-managers zijn de verschillen heel groot. Dat betekent dat

we aan de voorkant ons risicobeheer goed op orde moeten hebben. Bij de selectie kijken we om te beginnen naar de stabiliteit en de ervaring van het team en de organisatie. We kijken uiteraard ook naar de strategie en de aanwezige resources om de strategie te kunnen uitvoeren. Ook het track record

'Private markets in de pensioenportefeuille dragen bij aan een 'smooth ride to a better long-term outcome' voor de deelnemers.'

Hans de Ruiter

Hans de Ruiter is sinds 2012 Chief Investment Officer bij Pensioenfonds TNO. Daarnaast is hij bestuurslid en voorzitter van de beleggingscommissie bij PMT en Pensioenfonds Achmea. Verder is hij als Senior Lecturer verbonden aan Nyenrode Business Universiteit.



vinden we belangrijk. Veel partijen hebben op papier mooie strategieën, maar het gaat uiteindelijk om de executie daarvan. Het track record laat zien of een manager in staat is de strategie succesvol uit te voeren. Daarnaast kunnen we aan het track record aflezen of de strategie aansluit bij de stijl van de manager.'

Hoe hebben jullie private markten in de portefeuille van TNO ingebed?

'Om effectief te kunnen werken met private markets hebben wij binnen Pensioenfonds TNO een structuur waarin de clusters aandelen, vastrentende waarden en vastgoed bestaan uit combinaties van liquide publieke markten en illiquide private markets. Zo kennen we binnen het cluster aandelen de categorieën beursgenoteerde aandelen en private equity. In het cluster vastrentende waarden onderscheiden we high yield/leveraged loans binnen het liquide segment, en direct lending binnen het illiquide private markets segment.

De liquide beleggingen vormen de flexibele schil binnen de clusters en stellen ons in staat om op clusterniveau de risico's strak te managen. Als dan bijvoorbeeld private equity een wat hogere allocatie krijgt dan de strategische omdat die categorie beter presteert dan publieke aandelen, dan kunnen we tijdelijk de publieke aandelenallocatie wat terugbrengen. Ieder cluster fungeert dus als een communicerend vat. Als er dan weer een distributie uit private equity plaatsvindt, kan die weer naar publieke aandelen.

Op deze wijze kunnen we als pensioenfonds prima uit de voeten met een voor onze industrie relatief hoge allocatie naar private markets. We hebben bijvoorbeeld een strategische weging van 8% naar private equity, 8% naar hypotheek, 7% naar private debt en 3% naar non-listed vastgoed. In totaal zo'n 26% dus. Private

leningen zijn nu interessant door de terugtrekking van bankfinanciering aan vooral middelgrote en kleine ondernemingen, en

de historisch lage spread van credits en high yield op dit moment. Bij private leningen vindt er grosso modo nog voldoende risicocompensatie plaats.

Wat betreft het beheer van onze beleggingen in private markets hebben wij als Pensioenfonds TNO een redelijk unieke structuur opgezet. Wij zijn voor zowel private equity als vastgoed een strategisch partnership aangegaan met Wilshire en Kempen. Het eerste partnership was met Wilshire in 2015. Onze conclusie was destijds dat ons team niet de resources had om zelf een private equity-programma te kunnen opzetten en beheren. Wij zijn een middelgroot pensioenfonds met een team van vier mensen waarmee wij de gehele portefeuille overzien. Bovendien werken wij niet met een fiduciër. Wij werken wel intensief samen met BlackRock, maar die heeft de rol van strategisch adviseur en uitvoerder van de LDI-portefeuille en valuta overlay. Om te zorgen voor een adequate governance-inrichting – ook een belangrijke succesfactor – is destijds besloten om een strategisch partner te selecteren die ons ondersteunt bij de strategieformulering, de fondsselectie en de monitoring. Die rol wordt nu vervuld door Wilshire.

Daarnaast hebben we nog een Private Equity Committee in het leven geroepen. Dit bestaat uit twee externen met respectievelijk een achtergrond als LP en GP, en iemand uit de beleggingsadviescommissie. Deze commissie beoordeelt alle investeringsvoorstellen. Voor vastgoed

hebben we een vergelijkbare opzet en voor private debt wordt daar nog over nagedacht. Met deze aanpak zijn wij in staat als middelgroot pensioenfonds op een verantwoorde wijze actief te zijn in de private markets en zitten we bovendien kort op de bal.' ■

'De volatiliteit op de private markten is wellicht een betere reflectie van de fundamentals dan die op de publieke markten.'

Risico-rendements-verhouding van private credit heel aantrekkelijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



De zogeheten private kredieten die verstrekt worden door private managers zijn inmiddels een hoeksteen van moderne beleggingsportefeuilles aan het worden. Sectoren als huisvesting en digitale infrastructuur, gebieden met een veerkrachtige vraag en structurele kapitaalbehoeften, bieden een duurzaam inkomen en de kans om alpha te genereren.

Hoe groot is de markt in Europa ten opzichte van de Verenigde Staten? En is er sprake van private credit in de opkomende markten?

Cyrus Korat: 'De real estate debt-markt, en dan met name commerciële hypotheek, bedraagt ongeveer \$ 1,25 tot 1,5 biljoen. Maar het gaat om een markt die nogal ondoorzichtig is en dus kampt met een gebrek aan goede statistieken.'

Sam Foster: 'Wij gaan momenteel uit van \$ 1,7 biljoen aan private credit AUM wereldwijd, waarvan ongeveer 1,1 biljoen in de VS, 500 miljard in Europa en 100 miljard in de rest van de wereld. Het grootste deel daarvan betrof tot nu toe corporate direct lending, maar we beginnen nu een verschuiving naar andere gebieden te zien, zoals asset-based finance, waarvan we denken dat die de komende jaren een sterke groei kunnen stimuleren.'

Over welke subsegmenten hebben we het? Wat zijn de nieuwste nichemarkten?

Robert Scheer: 'Je kunt het opsplitsen zoals je wilt. In de markt van direct corporate loans kan je bijvoorbeeld segmenten hebben op basis van de omvang van de doelbedrijven, risicotolerantie van de strategie, geografische focus, sectorfocus enzovoort. Je kunt ook kijken naar nieuwere vormen van private credit, zoals ABL.'

Foster: 'Wij onderscheiden drie gebieden: corporate credit, asset-based finance en commercieel vastgoedkrediet. Asset-based

finance is eigenlijk alles wat buiten het meer traditionele corporate of commercieel vastgoedkrediet valt: van hypotheek voor woningen tot consumentenleningen, financiering van vliegtuigen en digitale infrastructuur, maar ook immateriële zaken als abonnementslijnen, muziekrechten en royalties.'

Shelley Morrison: 'De wereldwijde markt voor Fund Finance wordt geschat op ongeveer anderhalf biljoen dollar. Wij omschrijven dit vaak als de grootste asset class waar beleggers nog nooit van hebben gehoord. Er is nog veel ruimte voor institutionele beleggers om hun marktaandeel te vergroten.'

Jorg Sallaerts: 'Bepaalde asset classes groeien sneller dan andere. Vanuit het perspectief van private credit houdt de overgrote meerderheid zich nog steeds bezig met senior direct lending, maar er zijn ook een paar aanvullende strategieën opgedoken. We hebben ook meer opportunistische of complexere senior lending-strategieën op de markt zien verschijnen.'

Rajesh Sukdeo: 'We hebben de asset class hypothecaire kredieten de afgelopen jaren aanzienlijk zien groeien. De omzet in volume in een jaar bedraagt meer dan honderd miljard, dus het is een vrij grote markt. De banken spelen op dit gebied nog een zeer grote rol, maar de niet-bancaire kredietverstrekkers zijn inmiddels gevestigde partijen in dit segment en worden steeds belangrijker.'

Wat is de typische (fonds) structuur in private credit? Wat is jullie mening over evergreen-structuren?

Boris Harmsen: 'Direct lending is een minder liquide beleggingscategorie en was voorheen alleen beschikbaar via gesloten fondsen. De laatste jaren zijn er echter nieuwe structuren ontwikkeld die aansluiten op de wensen van verschillende beleggers en soms (beperkte) liquiditeit bieden.'

Korat: 'Schuld is heel geschikt voor evergreenstructuren vanwege de vaste looptijd. Onroerend goed is een schoolvoorbeeld van wanneer open-end fondsen >

Voorzitter:

Harry Geels
Auréus

Deelnemers:

Sam Foster
PIMCO
Boris Harmsen
Pemberton Asset Management
Jos Kalb
Cardano/Mercer
Cyrus Korat
DRC Savills Investment Management
Louay Mikdashi
Neuberger Berman
Shelley Morrison
Aberdeen Investments
Cyril Roblin
AXA IM Alts
Jorg Sallaerts
Arcmont Asset Management
Robert Scheer
M&G Investments
Rajesh Sukdeo
Achmea Mortgages



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is werkzaam bij Auréus als Senior Investment Adviseur. Hij is daar medeverantwoordelijk voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Ook is hij Adjunct-Hoofdredacteur van Financial Investigator. Hij is verder parttime Docent bij het Actuariële Instituut. Geels behaalde in 1994 zijn Master Financiële Economie aan de VU Amsterdam. Hij schrijft zijn columns voor Financial Investigator op persoonlijke titel.



Sam Foster

Sam Foster is Vice President en Product Strategist bij PIMCO in Londen, met een focus op PIMCO's alternatives-strategieën. Hij werkt sinds 2018 bij de organisatie. Hij heeft zeven jaar ervaring en heeft een BSc in Economie van de University of Bath. Hij is CFA-charterhouder.



Boris Harmsen

Boris Harmsen is Managing Director, Head of Origination, Europe bij Pemberton Asset Management. Voor zijn start in 2019 werkte hij bij Deutsche Bank, waar hij verantwoordelijk was voor leveraged finance en sponsor coverage in de Benelux. Hij heeft meer dan 15 jaar ervaring in leveraged loans, kredietverlening en private equity, en vervulde senior functies bij Egeria, Deutsche Bank en ABN AMRO. Harmsen behaalde een MSc Rechten aan de Rijksuniversiteit Groningen.



Jos Kalb

Jos Kalb is Senior Portfolio Manager Impact Investing bij Cardano/Mercer. Hij houdt zich bezig met onderzoek en due diligence met betrekking tot impactmanagers die zich richten op een breed scala aan strategieën voor private markten. Kalb heeft een MSc in Technische Informatica van de Universiteit Eindhoven en een MSc in Econometrie van de Universiteit van Tilburg. Hij is CFA- en CAIA-charterhouder.



Cyrus Korat

Cyrus Korat heeft meer dan 29 jaar ervaring in real estate en debt capital markets. Voorafgaand aan zijn tijd bij DRC Capital (nu DRC Savills Investment Management), was hij Managing Director bij Merrill Lynch & Co. Daar was hij werkzaam als senior risk taker binnen verschillende disciplines, waaronder ABS/mortgage trading, credit exotics trading en illiquids. Hij behaalde een BSc in Banking & Finance aan Loughborough University.



Louay Mikdashi

Louay Mikdashi trad in 2022 in dienst bij Neuberger als Head of Multi-Sector Private Credit. Hij leidt portfolio management-, business- en strategische activiteiten voor multi-sector private credit opportunities. Hiervoor bekleedde hij functies als Head of Opportunistic Alternatives bij BlackRock EMEA en als Global CIO of Alternatives bij Santander Asset Management. Mikdashi is alumnus van Harvard Business School, Boston College, Babson College en HEC.



Shelley Morrison

Shelley Morrison is Hoofd Fund Finance bij Aberdeen en verantwoordelijk voor het investeren van institutioneel kapitaal in schuldfaciliteiten op fondsniveau. Zij kwam in 2019 bij Aberdeen werken vanuit RBS, waar ze de functie van Director Funds Banking bekleedde. Morrison is lid van het uitvoerend comité van de Fund Finance Association EMEA en maakt deel uit van Women in Fund Finance.



Cyril Roblin

Cyril Roblin is Director in het Capza Artemid Private Debt-team van AXA IM Alts, dat zich richt op de (duurzame) financiering van kleine en middelgrote ondernemingen in Europa. Eerder werkte hij onder meer bij Société Générale, Ardian Private Debt en Aforge Degroef Finance.



Jorg Sallaerts

Jorg Sallaerts is Hoofd Benelux bij Arcmont Asset Management. Hiervoor werkte hij bij Ares Management om de Benelux-franchise uit te breiden. Daarvoor werkte hij bij ING in verschillende functies, voornamelijk in leveraged finance in Amsterdam en Londen. Sallaerts heeft een MSc in Finance van de VU Amsterdam en een BSc in Bedrijfskunde van de Radboud Universiteit te Nijmegen.



Robert Scheer

Robert Scheer trad in 2022 in dienst bij M&G Investments als co-Hoofd Private Credit Origination. Hij richt zich op het initiëren en uitvoeren van directe credit-beleggingen in het middensegment van de markt in continentaal Europa, met een bijzondere focus op de DACH-regio. Scheer heeft een BSc in Bedrijfskunde van de Frankfurt School of Finance & Management, een Msc in Financiering van INSEAD in Singapore en is alumnus van het IMD in Lausanne.



Rajesh Sukdeo

Rajesh Sukdeo is sinds 2006 Portfolio Manager Mortgages bij Achmea Mortgages, verantwoordelijk voor strategie, portefeuillebeheer en klantrelaties binnen de commerciële en residentiële hypotheekfondsen. Eerder werkte hij bij OHV Capital Markets in fixed income-sales en bij SNS Securities op de fixed income-desk. Hij behaalde MSc-titels in Finance, Monetaire Economie en Real Estate Finance aan Erasmus Universiteit en Universiteit van Amsterdam.

niet werken. Als schuldbeheerder van een evergreenfonds hoeven we niet actief te beslissen over wat we in het fonds moeten verkopen om liquiditeit voor bepaalde beleggers te genereren. Dat probleem hebben vastgoedbeheerders wel.'

Morrison: 'Ik ben een fan van evergreen-structuren voor private kredieten. Sommige van de zorgen die worden gemeld over belangenconflicten in evergreens zijn overdreven. Veel van deze vermeende belangenconflicten of zorgen rond bijvoorbeeld liquiditeitsmatch kunnen, denk ik, gemakkelijk worden vermeden door een creatievere of innovatievere fondsstructuur.'

Foster: 'Over het algemeen zijn wij van mening dat goed gestructureerde evergreenvehikels aantrekkelijke, gestroomlijnde oplossingen kunnen bieden voor klanten die op zoek zijn naar volledig gefinancierde exposure naar gediversifieerde portefeuilles, zonder dat er capital calls nodig zijn. Hierdoor kunnen ze op lange termijn blijven beleggen en hun rendement laten groeien, terwijl ze tegelijkertijd potentiële toegang blijven houden tot liquiditeit. Het is echter van cruciaal belang dat managers zich richten op het behalen van resultaten voor deze beleggers, in plaats van alleen maar toegang te bieden of assets te verzamelen. In dit verband zien we drie belangrijke risico's: het handhaven van discipline op het gebied van omvang en capaciteit, het waarborgen van een gezond asset-liability management, en het beheren van waarderingen, met name wanneer beleggers kunnen inschrijven en terugkopen tegen NAV.'

Louay Mikdashi: 'Een illiquide asset kan niet worden omgezet in een liquide asset en beleggers moeten voorzichtig te werk gaan. Het doel is om de mismatch tussen assets en verplichtingen te verkleinen, terwijl alle beleggers efficiënte toegang krijgen. Wij verwachten dat de evergreenstructuur de komende ongeveer tien jaar een belangrijke motor voor groei binnen de asset class zal zijn.'

Jos Kalb: 'De waardering is belangrijk omdat die bepalend is voor de in rekening gebrachte kosten. Als de waardering te hoog is, is dat niet alleen van invloed op de

'Wij verwachten dat de evergreenstructuur de komende tien jaar een belangrijke motor voor groei binnen de asset class zal zijn.'

beleggers die willen uitstappen, maar ook op de beheerkosten. Er moet dus goed toezicht zijn op hoe de waarderingen worden vastgesteld.'

Zijn er typische partnerschappen, bijvoorbeeld met banken en private equity, bij het structureren van deals? Wat zijn de drijfveren voor deze samenwerkingen?

Mikdashi: 'De relatie tussen banken en private credit-managers is geen zero-sum spel. Hoewel de concurrentie op gebieden zoals traditionele zakelijke kredietverlening is toegenomen, blijven er aanzienlijke mogelijkheden voor samenwerking bestaan. Zo blijven banken bijvoorbeeld opslagfaciliteiten aanbieden die private credit-transacties in verschillende sectoren ondersteunen. Nu banken steeds vaker open-architectuurmodellen gaan gebruiken, denken we dat zowel banken als private credit-kapitaal samen kunnen groeien en succesvol kunnen zijn.'

Harmsen: 'Als je als institutionele belegger in private credit wilt investeren, moet je ervoor zorgen dat je kiest voor een manager die kapitaal lokaal kan inzetten en fysiek aanwezig is in de verschillende landen. Je moet kijken naar de omvang van het team in verhouding tot de hoeveelheid kapitaal die wordt opgehaald én in verhouding tot de omvang van de investeringskansen. Als die drie elementen in balans zijn, heb je waarschijnlijk te maken met een aantrekkelijke waardepropositie. Om een waardevolle partner te zijn voor private equity en voor de limited partner, zou een private credit-manager alles zelf moeten kunnen doen. Je moet in staat zijn om je eigen kapitaal aan te trekken, zelf deals te sourcen en dat kapitaal ook gedurende de looptijd van de lening te beheren, in goede en minder goede tijden. Ik denk dat de markt inderdaad volwassen begint te worden. Je ziet dat managers grotere fondsen ophalen. >

Inmiddels wordt meer dan 80% van de mid-market gefinancierd door private kredietverstrekkers, en niet langer door banken. Overigens is de terugtrekking van banken uit deze markt al jaren aan de gang.’

Sallaerts: ‘Ik denk dat zowel banken als directe kredietverstrekkers een rol te spelen hebben als we het hebben over de Europese private credit-markten, die inderdaad minder efficiënt zijn dan die in de Verenigde Staten. Dat blijkt nog steeds uit de aantrekkelijke rendementen die we vandaag de dag in Europa kunnen behalen in vergelijking met de Amerikaanse markt. Maar je ontkomt er niet aan dat de private credit-markt een enorme groei heeft doorgemaakt in de afgelopen vijftien jaar, omdat private equity-fondsen de flexibiliteit, snelheid en kapitaalkrachtigheid van onze oplossing kunnen waarderen.’

Scheer: ‘Vanuit het perspectief van een investeerder zou ik mijn twijfels hebben of ik zou investeren in een fonds dat afhankelijk is van banken als origination channel. Potentiële belangenconflicten liggen op de loer. Laat de bank mij de beste deals zien die zij als bank genereert?’

Cyril Roblin: ‘Ongeacht de rol die banken spelen bij syndicated loans, is het van cruciaal belang dat de sourcing op een onafhankelijke manier gebeurt. Wij hebben de mogelijkheid om zelf financiering voor onze transacties te regelen of mede te regelen. We hebben zelfs eigen, exclusieve sourcing, wat een belangrijk onderdeel is van onze activiteiten. Het is echt van fundamenteel belang om ervoor te zorgen dat we niet afhankelijk zijn wat betreft sourcing en dat we de beste kansen kunnen vinden.’

Wat noemen institutionele beleggers als belangrijkste redenen om in private kredieten te beleggen en wat zien zij als de belangrijkste algemene risico's?

Korat: ‘Beleggers denken dat deze markt iets te bieden heeft wat ze niet op de openbare markten kunnen krijgen, namelijk extra rendement en toegang tot onderliggende assets die niet direct beschikbaar zijn. Ze proberen meer rendement te halen uit illiquiditeit dan uit het nemen van absoluut risico.’

Kalb: ‘Pensioenfondsen en verzekeraars alloceren inderdaad naar de private credit-markten omdat dat meer rendement oplevert. Private kredieten zijn nog relatief nieuw en ze zijn ook op zoek naar manieren om te zien waar ze zich binnen private credit op moeten richten. Wat ook belangrijk is, is dat private kredieten de ruimte bieden om impact te maken.’

Morrison: ‘Beleggers voelen zich aangetrokken tot het potentieel van superieure voor risico gecorrigeerde rendementen dat de asset class biedt. Het gaat om diversificatie van het kredietrisico, om beleggen in een vorm van krediet die niet correleert met iets anders. Het gaat om het isoleren van hun meer liquide portefeuilles tegen marktvolatiliteit.’

Korat: ‘Ik denk dat de grootste zorg van beleggers waarschijnlijk de waardering en de transparantie betreft. Beleggers willen het gevoel hebben dat ze het risico dat ze hebben genomen kunnen monitoren en kunnen detecteren wanneer de investering in kwaliteit achteruitgaat. Dat is nog steeds vrij moeilijk te doen.’

Foster: ‘De vraag die denk ik steeds vaker naar voren zal komen, is of beleggers wel voldoende worden gecompenseerd voor het liquiditeitsrisico dat ze nemen. Omdat wij een grote actieve beheerder van fixed income en private credit zijn, denken we altijd na over de relatieve waarde en streven we ernaar om beleggers een passende vergoeding te bieden voor de risico's die ze nemen.’

Morrison: ‘Eén ding waar beleggers zich steeds meer zorgen over maken, is zelfgenoegzaamheid op het gebied van

‘Beleggers willen het gevoel hebben dat ze risico's kunnen monitoren en kunnen detecteren wanneer een investering in kwaliteit achteruitgaat.’

acceptatie- en kredietnormen en discipline. Omdat er meer liquiditeit naar de asset class private credit is verschoven en er institutioneel kapitaal is gekomen in deze door banken geleide markt, zien we een algemene versoepeling van de kredietvoorwaarden in de hele asset class, met veel minder strenge juridische due diligence dan voorheen.’

Private credit-ratings worden voornamelijk verstrekt door kleinere ratingbureaus. Hoe goed is de kwaliteit van hun ratings?

Roblin: ‘Er is geen openbare informatie, maar we kunnen wel gedetailleerde informatie verzamelen, meestal in nichemarkten. We kunnen bijvoorbeeld over due diligence-materiaal beschikken, we kunnen gesprekken voeren met het management, we kunnen Q&A-sessies houden. We hebben enerzijds veel meer op maat gemaakte kredietanalyses nodig en anderzijds is er ook het aspect met betrekking tot de structurering van transacties, wat betekent dat we robuuste managers nodig hebben die in staat zijn de transacties correct te structureren. Onze interne ratingmethodologie is het resultaat van alle kredietanalyses die we hebben gemaakt en wordt meer gebruikt als benchmark.’

Sukdeo: ‘In de meer gevestigde asset classes, zoals hypotheek, is er een lange historie van data. Modellen zijn getest tijdens verschillende recessies. Dat is enigszins geruststellend, maar je weet natuurlijk niet hoe deze modellen zich

‘De kwaliteit van ratings varieert, maar naar onze mening kan geen enkele rating een vervanging zijn voor een robuuste bottom-up kredietbeoordeling.’

zullen houden als je in een ernstige recessie terechtkomt.’

Harmsen: ‘Wij werken met een externe ratingmethodologie die specifiek is afgestemd op de Europese mid-market, een segment waarvan we de defaults al tientallen jaren monitoren. We beheren kapitaal voor veel Europese verzekeraars en bieden hen volledige transparantie, die mogelijk gemaakt wordt door deze ratingmethodologie.’

Foster: ‘De kwaliteit van ratings varieert, maar naar onze mening kan geen enkele rating een vervanging zijn voor een robuuste bottom-up kredietbeoordeling. Met meer dan vijf decennia ervaring op de publieke markten erkennen wij dat ratings van ratingbureaus vaak achterhaald zijn en dat onafhankelijk onderzoek kan leiden tot een genuanceerder beeld. Investeerders structureren transacties om aan ratingvereisten te voldoen in plaats van puur op basis van economische merites, wat de prijsstelling kan verstoren en sommige investeringen minder aantrekkelijk kan maken. In plaats van te concurreren op te duur gewaardeerde assets, willen we profiteren van deze dynamiek door private, niet beoordeelde assets aan te kopen, die vanwege het ontbreken van een rating een hoger rendement bieden. Vervolgens structureren we ze tot beoordeelde (rated) instrumenten, die kunnen worden verkocht aan beleggers die ratings vereisen. Hierdoor kunnen we de ratingpremie binnenhalen en tegelijkertijd de controle behouden over underwriting en structurering.’

Kalb: ‘Voor onze klanten voeren we graag een scenarioanalyse uit om de totale portefeuillecontext te bekijken. Dat helpt hen om na te denken over de risico’s die ze daadwerkelijk lopen. En het geeft hen inzicht in welke assets het beste of >

‘Als bedrijfsmanagers het positieve effect van een ESG-strategie zien, bijvoorbeeld een vermindering van het personeelsverloop, dan wordt ESG zakelijk gezien een noodzaak.’

slechtste presteren en naar welke asset classes ze meer of minder moeten alloceren.’

Wordt het wanbetalingspercentage in private debt onderschat door non-accrual loans en payment-in-kind, PIK loans? Wat is het werkelijke wanbetalingspercentage en hoe voorkomen we verliezen?

Scheer: ‘De markt is erg ondoorzichtig. Ik denk dat het percentage wanbetalingen iets hoger ligt dan algemeen wordt gedacht. Het is terecht om je daar zorgen over te maken. In tegenstelling tot vroeger, toen de documentatie op bepaalde gebieden van de markt strenger was, is het nu alsof het risico op wanbetaling behoorlijk naar de toekomst kan worden verschoven. Het moment waarop je als kredietverstrekker kunt ingrijpen, kan ver weg zijn.’

Harmsen: ‘Beleggers kunnen het beste kiezen voor managers die duidelijk kunnen laten zien hoeveel defaults er zijn geweest en hoe de leverage zich ontwikkeld heeft. Bij ons leidt elke renteverhoging of verslechtering van de leverage tot een verlaging van de interne rating. De asset class is de afgelopen jaren flink op de proef gesteld door stijgende rentes, inflatie en politieke instabiliteit. Hoe managers met die uitdagingen zijn omgegaan, laat duidelijk zien wie het vak echt beheerst.’

Veel beleggers houden rekening met een relatieve waardering. Hoe werkt dat in de praktijk?

Mikdashi: ‘De vuistregel is simpel: als je dezelfde prijs of hetzelfde kunt krijgen op de publieke markten, is er geen reden om voor private te kiezen. Prijsdiscipline is essentieel, maar vaak moeilijk te realiseren. Lange verbintenisperiodes in private markets kunnen managers onder druk

zetten om ‘gedwongen kopers’ te worden binnen hun sector, waardoor hun vermogen om de relatieve waarde te beoordelen, wordt beperkt. Een meer flexibele, resultaatgerichte beleggingsstrategie – een strategie die verder kijkt dan rigide sectorlabels – zou deze beperking kunnen helpen aanpakken. We noemen dat de flexibiliteitspremie.’

Hoe kunnen (private) credit-verstrekkers bedrijven ondersteunen in hun groeitraject?

Roblin: ‘Ten eerste kunnen wij geld bieden met bullet financing, wat geschikt is voor bedrijven die zich willen ontwikkelen door hun cashflows te gebruiken om te investeren, in plaats van om schuld terug te betalen. Maar we hebben ook de mogelijkheid om kennis, goede praktijken en een uitgebreid netwerk te delen met de bedrijven die we ondersteunen en waarmee we samenwerken. Dit netwerk vormt meestal de basis voor zakelijke kansen.’

Harmsen: ‘Ik denk dat het voor een bedrijf nuttig is om één kredietverstrekker te hebben, een partij die als werkelijke partner optreedt, die je bedrijfsmodel begrijpt en die je onderweg kan steunen. Dat maakt de besluitvorming sneller in moeilijker situaties, waardoor meer waarde behouden blijft.’

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen voor beleggers bij het verkrijgen van toegang tot het spectrum van private credit?

Foster: ‘Beleggers zijn tegenwoordig erg geneigd om te beleggen in corporate direct lending, een asset class met een variabele rente die steeds populairder wordt en in een zwakkere macro-economische omgeving onder druk kan komen te staan, zowel door dalende basisrentes als door stijgende wanbetalingen. Bij public credit is diversificatie al langer de norm. Slechts weinigen zouden alleen bankleningen aanhouden zonder deze aan te vullen met investment grade of gesecuritiseerde kredieten. Wij zijn van mening dat hetzelfde principe van toepassing is op private markets. Asset-based finance biedt een aantrekkelijk alternatief, waarbij vaste en variabele rentevoeten worden gecombineerd met harde assets als onderpand, aflossingsgerelateerde

‘De markt is erg ondoorzichtig.
Ik denk dat het percentage
wanbetalingen iets hoger ligt
dan algemeen wordt gedacht.
Het is terecht om je daar zorgen
over te maken.’

kasstromen en toegang tot minder drukke segmenten waar spreads en voorwaarden aantrekkelijker kunnen zijn.’

Scheer: ‘De eerste uitdaging die we moeten overwinnen, is het besef dat er verschillende nuances zijn, zelfs binnen de kleinere wereld van zakelijke kredietverlening. We moeten er zeker van zijn dat we bij gesprekken met investeerders of klanten dezelfde taal spreken. Vaak raken we de draad kwijt omdat iedereen andere woorden gebruikt voor hetzelfde.’

Mikdashi: ‘Ik ben het ermee eens dat kleine tot middelgrote private loans doorgaans gevoeliger zijn voor de economische cyclus. Daarentegen kunnen sommige sectoren binnen de breed gedefinieerde asset-backed lending-sector een andere beta hebben ten opzichte van de economische cyclus, waardoor beleggers bredere diversificatievoordelen kunnen behalen.’

Korat: ‘Commercieel vastgoedkrediet heeft nog steeds moeite om een plek te vinden binnen de vermogensallocatie. Vastgoedbeleggers zien het vaak als een kredietproduct, terwijl kredietbeheerders het beschouwen als onderdeel van vastgoed. Daardoor kan het in portefeuilles over het hoofd worden gezien, terwijl het juist goed scoort met een aantrekkelijker spread en relatief weinig risico.’

Hoe zit het met de omvang en flexibiliteit van de deals? Hebben we grote managers nodig of (sector)gespecialiseerde nicheplayers?

Sallaerts: ‘Private credit is een gevestigde asset class waarin inmiddels een vlucht naar schaalgrootte is ontstaan. De top-5 managers, waaronder wij, beheren op dit moment bijna de helft van het totale beheerde kapitaal in de markt. Het gaat erom kansen te vinden waar je waarde kunt toevoegen, waarbij de omvang van je team en je staat van dienst je in staat stellen om adequaat te handelen. Het is makkelijker om dat te doen als je een groter team hebt en als je daarnaast beschikt over een lokale invalshoek in alle regio's waarin je actief bent. Dat is niet alleen belangrijk in Nederland en België, maar door heel Europa. Ons netwerk is alles. Het gaat

‘De grootste managers krijgen de meeste allocaties en dat is logisch, want de kwaliteit van hun netwerk is essentieel om goede deals te kunnen sluiten.’

daarbij niet om wie jij als persoon bent, maar wie je kent en wat je daarmee doet. De klant, in deze de belegger, staat altijd op nummer 1.’

Harmsen: ‘De sleutel tot het succes van een manager ligt in het creëren van waarde door een evenwicht te vinden tussen de grootte van het origination- en portfolio-managementteam, de investeringskansen in een bepaalde markt en de hoeveelheid kapitaal die beleggers aan de manager toevertrouwen. Het selecteren van de juiste investering is mensenwerk. De manager moet precies weten wat er met de investering gebeurt en dat laat zich tot op heden niet automatiseren.’

Scheer: ‘Ik denk dat er ruimte is voor zowel grote managers als kleinere spelers. Je kunt kleinere, gespecialiseerde spelers hebben die zich richten op een bepaalde niche, een bepaald deel van de capital stack, bepaalde landen, maar dan zijn ze natuurlijk niet voor elke belegger geschikt. Grotere managers zijn natuurlijk meer gediversifieerd. Naarmate de markt verder consolideert en een beperkt aantal spelers die markt controleert, maken beleggers zich meer zorgen over het feit of ze geen vergoedingen aan een manager betalen die uiteindelijk alleen maar de marktbeta koopt.’

Kalb: ‘Over het algemeen geldt: the winner takes all. De grootste managers krijgen de meeste allocaties en dat is logisch, want de kwaliteit van hun netwerk is essentieel om goede deals te kunnen sluiten. Maar nichespelers kunnen ook een voordeel hebben, namelijk dat ze meer impact kunnen maken.’

Is private credit geschikt voor ESG of het maken van impact?

Korat: ‘Ja. Voor commercieel vastgoedkrediet zien we een aanzienlijk potentieel voor impact, gezien de grote CO₂- >

‘Het gaat om diversificatie van het kredietrisico, om beleggen in een vorm van krediet die niet correleert met iets anders.’

voetafdruk van de vastgoedsector. Real estate debt kan een krachtige manier zijn om verantwoord te investeren. Onze focus ligt dan ook op de financiering van herontwikkelingen en renovaties die gebouwen efficiënter en duurzamer

maken. Zonder aan rendement in te boeten, kunnen we positieve veranderingen stimuleren.’

Harmsen: ‘Vooral in het middensegment van de markt hebben kredietverstrekkers de mogelijkheid dicht bij hun kredietnemers te staan en in die relatie daadwerkelijk invloed uit te oefenen. Zo kun je kredietnemers stimuleren hun ESG-

strategie te verbeteren en afspraken te maken om meetbare impact te bewerkstelligen.’

Roblin: ‘Het gaat erom hoe we als manager bedrijven kunnen helpen om hun ESG-traject te verbeteren en echte transformaties teweeg te brengen. Dat kan bijvoorbeeld via onze ESG-teams, het geven van ESG-trainingen en het organiseren van duurzaamheids-evenementen.’

Sallaerts: ‘Naast ons senior credit-fonds, ons vlaggenschip, hebben we eerder dit jaar een speciaal Europees impactfonds gelanceerd. Daarbij maken we gebruik van externe, onafhankelijke, non-profit consultants om de investeringen die in het fonds gaan te verifiëren en elke vorm van greenwashing tegen te gaan, zo ook randgevallen van wat impact is en wat niet. In de documentatie nemen we ook impactgerichte KPI's op, omdat wij daarmee private equity-fondsen kunnen

stimuleren en motiveren tot het doen van de juiste dingen.’

Morrison: ‘Essentieel is dat de geselecteerde KPI's relevant zijn voor de bedrijfsstrategie en daadwerkelijk effect hebben op het teweegbrengen van positieve veranderingen. Het moeten ambitieuze en uitdagende doelstellingen zijn, die niet gemakkelijk te behalen zijn. Ik ben nogal cynisch geworden over de ESG-marge-ratches waarbij de manager alleen voor het laaghangende fruit gaat.’

Wat is de drijvende kracht hierachter? Zijn het de beleggers, of zijn het de bedrijven zelf die duurzamer willen zijn?

Sukdeo: ‘Ik denk dat de samenleving hier in feite de drijvende kracht is. Hypothecaire kredietverstrekking geeft je meer mogelijkheden om een rol op het gebied van duurzaamheid te spelen, omdat je directer contact met de consument hebt om deze te beïnvloeden.’

Morrison: ‘De private credit-markten zien goed dat het nemen van ESG-risico's uiteindelijk een wezenlijke financiële impact heeft op het rendement van de investering. Ongeacht of een private kredietverstrekker een impactstrategie nastreeft of artikel 8 of 9 van het Parijs-akkoord volgt, zien we bij het verstrekken van leningen aan private marktfondsen een groeiende trend onder beleggers om ESG in hun hele beleggingsproces te integreren. Daarin zijn ze succesvol en lopen ze voorop in de sector in termen van best practices.’

Kalb: ‘Sommige pensioenfondsen en verzekeraars willen impact maken en ook een marktconform rendement behalen. Private credit-managers moeten zich richten op de intenties van de kredietnemers. Willen die echt een verandering met betrekking tot hun duurzaamheid, of willen ze alleen maar bepaalde ESG-doelstellingen behalen?’

Wat kan helpen om meer impact te maken? Andere of betere regulering en wetgeving, betere ratings, betrokkenheid van DFI's, of misschien naar opkomende markten gaan?

Kalb: ‘De meeste impact kan natuurlijk

‘Hypothecaire kredietverstrekking geeft je meer mogelijkheden om een rol op het gebied van duurzaamheid te spelen, omdat je directer contact met de consument hebt.’

worden gerealiseerd in opkomende markten, omdat de financieringskloof om de SDG-doelstellingen te bereiken daar het grootst is.’

Roblin: ‘We zien dat er vooral in bepaalde regio’s sprake is van een politieke terugslag, die kan voortkomen uit onzekerheid over de regelgeving of culturele terughoudendheid. Het kan ook om economische druk op de korte termijn gaan. Overigens is Europa in het algemeen voorstander van ESG en begrijpen Europese vermogensbeheerders beter dat het noodzakelijk is om het aspect van duurzaamheid aan te pakken. Misschien is de beste manier om tegenwind te vermijden te laten zien dat een ESG-aanpak werkt. Als bedrijfsmanagers het positieve effect van een ESG-strategie zien, bijvoorbeeld een vermindering van het personeelsverloop, dan wordt ESG zakelijk gezien een noodzaak.’

Wat zijn de laatste ontwikkelingen in private debt en hoe ziet de toekomst er mogelijk uit?

Morrison: ‘Binnen de private credit-markt eisen beleggers steeds meer maatwerk. Ze vragen beheerders om op maat gemaakte portefeuilles samen te stellen die zijn afgestemd op hun specifieke doelstellingen, zodat alles kan worden gedekt vanuit een specifiek risiconiveau, beoogd rendement, liquiditeitsniveau, beleggingstermijn, enzovoort. Deze trend zal de komende jaren toenemen.’

Foster: ‘Private debt markets veranderen snel, met een toenemende convergentie

‘Ik denk dat private debt een hoeksteen van moderne beleggingsportefeuilles aan het worden is: er stroomt voortdurend meer kapitaal naar de markt.’

‘Vooral in het middensegment van de markt hebben kredietverstrekkers de mogelijkheid dicht bij hun kredietnemers te staan en in die relatie daadwerkelijk invloed uit te oefenen.’

tussen public credit en private credit en een verschuiving naar meer gediversifieerde, actief beheerde strategieën. Terwijl traditionele direct lending onder druk staat door krappere spreads en stijgende wanbetalingen, wenden beleggers zich steeds vaker tot asset-based finance. Wij zien een sterk langetermijnpotentieel in sectoren zoals huisvesting en digitale infrastructuur, gebieden met een veerkrachtige vraag en structurele kapitaalbehoeften. Deze segmenten bieden een duurzaam inkomen en de kans om alpha te genereren door middel van gedisciplineerde acceptatie en doordachte structurering.’

Mikdash: ‘Private credit is niet langer ‘het land van saaiheid’. Het is nu een van de meest dynamische sectoren op de financiële markten, met een snelle groei, toenemende specialisatie en grotere flexibiliteit.’

Scheer: ‘De markt voor directe leningen zal steeds technischer en efficiënter worden. Een van de gevolgen daarvan is dat de premie die je krijgt, vooral bij leningen aan grote bedrijven, steeds lager wordt. Beleggers zullen twee voor hen belangrijke zaken in overweging nemen: biedt de strategie waarin ik investeer voldoende alpha ten opzichte van de marktbeta en biedt die strategie een bepaalde onderscheidende factor?’

Sallaerts: ‘Ik denk dat private debt een hoeksteen van moderne beleggingsportefeuilles aan het worden is: er stroomt voortdurend meer kapitaal naar de markt. De allocatie, die voor veel beleggers nu tussen de 8% en 18% ligt van hun totale portefeuille, zal denk ik verder toenemen omdat de risico-rendementsverhouding ongelooflijk aantrekkelijk is.’ ■

IN HET KORT

De grootte van de private credit-markt wordt geschat op ruim \$ 1,5 biljoen wereldwijd. Er is echter een gebrek aan betrouwbare statistieken.

Als je als institutionele belegger in private credit wilt investeren, moet je kiezen voor een manager die kapitaal lokaal kan inzetten en fysiek aanwezig is in de verschillende landen.

Beleggers voelen zich aangetrokken tot het potentieel van aantrekkelijke voor risico gecorrigeerde rendementen dat private credit biedt.

Private credit is een van de meest dynamische sectoren op de financiële markten, met een snelle groei, toenemende specialisatie en grotere flexibiliteit.

Verstrekkers van private credit kunnen hun klanten stimuleren om hun ESG-strategie te verbeteren en meetbare impact te bewerkstelligen.



Laat kinderdromen uitkomen.

Momenteel geneest 81% van de kinderen met kanker. Maar we moeten naar de 100%.

Help mee, steun Kika



Scan en steun

Waarom geen Nederlandse asset manager kiezen?

Als Nederlandse institutionele beleggers een nieuwe externe manager moeten aanstellen, dan wordt dit meestal een Angelsaksische organisatie. Is dat in deze tijd van geopolitieke fragmentatie nog wel logisch?

Dertig jaar geleden belegden Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars nog veelal intern en bestonden de portefeuilles vooral uit Nederlandse aandelen, vastrentende waarden en vastgoed. Met de invoering van de euro kwam een einde aan de focus op Nederland. De aandelenportefeuilles werden grotendeels omgezet naar Europese aandelen en de vastrentende naar euro-obligaties. Voor kleinere pensioenfondsen betekende dit dat ze het vermogensbeheer gingen uitbesteden omdat ze zelf niet in staat waren het uitgebreide geografische gebied te overzien.

In de loop der tijd gingen ook de grotere pensioenfondsen over tot uitbesteding van hun aandelenbeheer aan externe, veelal Angelsaksische asset managers. Aanleiding hiervoor kon een verdere internationalisering van aandelenportefeuilles of underperformance zijn. De verwachting was dat specialisten ter plaatse een beter rendement konden behalen. Vastrentende waarden en verzekeraars gingen pas later over tot uitbesteding. Met de overname van NN IP door Goldman is nu ook de grootste verzekeringsportefeuille in buitenlandse handen gekomen.

Naast de internationalisering van beleggingen speelt ook dat alternatieve beleggingscategorieën zoals private equity en hedge funds zijn toegevoegd. Bijna altijd valt de keuze dan op een Angelsaksische asset manager. Zijn deze buitenlandse partijen ook echt betere beleggers? Helaas meestal niet. Vaak volgt er een periode van underperformance. Dit is ook niet meer dan logisch, want gemiddeld is alpha per definitie nul.

Voor het probleem van underperformance hebben we een oplossing gevonden: passief beleggen. En ja, ook in passief beleggen claimen Angelsaksische asset managers de beste te zijn. Vervolgens ging meer vermogen de grens over. Maar hoe moeilijk kan passief beleggen zijn? Waarom kiezen we toch altijd voor buitenlandse vermogensbeheerders en krijgen Nederlandse partijen nauwelijks een

kans? Het geeft een jonge generatie vermogensbeheerders substantieel minder doorgroeimogelijkheden en het gaat ten koste van onze economie. Bovendien zijn we door de huidige geopolitieke fragmentatie kwetsbaar door onze afhankelijkheid van de VS.

Is de marketing van Angelsaksische organisaties overtuigender? Hebben we zelf een minderwaardigheidscomplex? Zijn we bang voor reputatieschade bij een Nederlandse partij? Of rennen we als kuddedieren achter de meute aan?

In ieder geval heeft de adoptie van passief wereldwijd beleggen geleid tot een substantiële kapitaalstroom naar de VS. De MSCI bestaat nu voor ongeveer twee derde uit Amerikaanse aandelen. Daarbij opgeteld is er het succes van Amerikaanse private equity-ondernemingen, waar voor vele miljarden aan papieren vermogen in de boeken staat. Dit staat in geen verhouding tot de Amerikaanse economie, die ruim een kwart van het wereldwijde bbp beslaat. Dit is niet louter het gevolg van succesvolle technologiebedrijven. Amerikaanse aandelen hebben hoge waarden, ten opzichte van buitenlandse bedrijven en ten opzichte van hun eigen historie.

Mijn inschatting is dat we hier te maken hebben met een piek. De VS ondermijnt zelf zijn exceptionele positie door aantasting van zijn constitutionele setting. In vlot tempo wordt de democratie uitgehold, de rechtspraak verzwakt en objectieve informatievoorziening belemmerd. Bovendien wordt het vrije kapitalisme ondergraven door hoge importtarieven, manipulatie van de Fed en directe overheidsbemoeienis met het bedrijfsleven.

De tijd is rijp om het als institutionele belegger over een andere boeg te gooien. Verkoop overgewaardeerde Amerikaanse bezittingen. Ga weer zelf financiële analyses maken en aantrekkelijke investeringen uitzoeken. ABP en PFZW hebben een eerste stap genomen met geconcentreerdere aandelenportefeuilles uit ESG-overwegingen. Een volgende stap kan zijn om portefeuillemanagement weer in huis te halen met behulp van AI. Dit is bijna zeker kostenefficiënter.

Tot slot, Donald Trump is begonnen om internationale handel in te zetten als wapen voor eigen gewin. Waarom niet terugslaan met importheffingen op Amerikaanse vermogensbeheerders? ■



Door **Bert Leffers**,
onafhankelijk
investment consultant

Impact investing met private credit gaat nieuwe fase in

Private credit ontwikkelt zich snel tot een volwassen beleggingscategorie waarmee beleggers niet alleen rendement, maar ook meetbare positieve impact kunnen realiseren. Financial Investigator sprak met Frédéric Nada en Amie Taylor van Arcmont Asset Management over hoe de firma impact realiseert, waarom de belangstelling groeit en waar de kansen liggen.

Door Harry Geels

Verandert het duurzame landschap van private credit van micro-financiering naar mainstream impactbeleggen?

Amie Taylor: 'Private credit impact investing heeft zijn oorsprong in opkomende markten, met onder meer microfinanciering die financiële inclusie wilde bevorderen. Maar het landschap is sindsdien sterk geëvolueerd. Impactstrategieën breiden zich nu uit naar ontwikkelde markten, waaronder West-Europa, waar wij een rijk aanbod aan kansen zien om gevestigde mid-marketbedrijven te financieren met aantrekkelijke risico-rendementsprofielen. Deze verschuiving heeft ook een meer institutionele mindset gebracht. Waar historisch gezien een duidelijke focus lag op 'impact first'-kapitaal – vaak filantropisch, bereid om financieel rendement op te offeren voor sociale resultaten – zien we nu de opkomst van 'financial first'-kapitaal, dat impact nastreeft naast marktconform rendement. Dat is ook onze strategie: we hanteren een kredietkwaliteit vergelijkbaar met onze traditionele direct lending-strategieën, maar realiseren tegelijkertijd positieve, meetbare impact.'

Dus een impactlaag zonder concessies te doen aan kredietkwaliteit en rendement?

Frédéric Nada: 'Toen we naar de impactmarkt keken, realiseerden we ons dat er binnen ontwikkelde markten vrijwel niets van schaal bestond aan de kredietkant. De meeste strategieën waren gericht op opkomende markten of op vroege fase-initiatieven met

venture-achtig risico, gericht op specifieke thema's. Onze aanpak van financieel rendement én impact betekent vooral dat we leningen verstrekken aan bedrijven waarvan de kernproducten en/of -diensten direct bijdragen aan een positieve sociale en/of ecologische impact. Als deze bedrijven groeien, neemt de gerealiseerde impact parallel toe met de financiële prestaties, wat zorgt voor een sterke mate van afstemming tussen impact en winst. Het kredietprofiel blijft in lijn met onze direct lending-strategie, waarbij het potentiële rendement voornamelijk voortkomt uit marges en up-front fees, naast andere inkomstenstromen. Ons team baseert zijn impactraamwerk op de GIIN-definitie: investeren met de intentie om een positieve, meetbare milieu- en/of sociale impact te genereren naast financieel rendement. Het meten van resultaten en de intentionaliteit staan centraal, ook al is onze invloed indirecter dan bij aandelenbeleggingen.'

Waarom is private credit logisch binnen impactbeleggen?

Taylor: 'Private credit biedt diversificatievoordelen binnen een impactallocatie. Private equity geeft meer zeggenschap over bedrijfsbeslissingen en strategie, maar brengt ook meer risico met zich mee. Wij geloven dat private credit daarentegen doorgaans een lager risicoprofiel heeft en beleggers in staat stelt kapitaal op schaal in te zetten. Door te focussen op senior secured lending aan bedrijven, ondersteunen we uiteindelijk de groei en het bereik van impactvolle producten en diensten.'

Nada: 'Het is belangrijk om te erkennen dat de invloed op portfoliobedrijven anders is dan bij aandelenstrategieën. Als kredietverstrekkers kunnen we de strategische koers van een bedrijf niet bepalen, maar we kunnen wel gericht kapitaal inzetten in sectoren met impact, doorgaans met minder volatiliteit en een betere neerwaartse bescherming. Dat maakt private credit tot een nuttige aanvulling voor beleggers die willen diversifiëren buiten aandelen of niche-achtige thematische impactfondsen.

Daarnaast zijn er structurele verschillen: private credit heeft doorgaans een spreadpremie versus liquide markten. We kennen onze kredietnemers bovendien door en door vóórdat we investeren. We ontmoeten het management, begrijpen het bedrijf en zijn vaak bilaterale kredietverstrekkers of onderdeel van een kleine lenersgroep. Dat is heel anders dan het kopen van liquide obligaties, waarbij de toegang tot het bedrijf beperkt is en de lenersyndicaten uit diverse partijen bestaan.'

Jullie impactstrategie draait om vier kernthema's: klimaat, gezondheid, onderwijs en duurzame economische groei. Hoe is deze thematische focus tot stand gekomen?

Taylor: 'We hebben ons impactraamwerk opgebouwd met de bedoeling een evenwicht te vinden tussen investeringssnelheid en impactdoelstellingen. Bij het bepalen van de thema's hebben we marktonderzoek gedaan, gesprekken gevoerd met beleggers en consultants, en gekeken wat haalbaar is en voldoende diversificatie biedt. Binnen klimaat richten we ons bijvoorbeeld op klimaatmitigatie, bescherming van biodiversiteit en circulaire economie-oplossingen. Wat telt is dat er robuust bewijs is dat de kredietnemer een duidelijk milieugerelateerd of sociaal vraagstuk aanpakt. Om dit te waarborgen, werken we met een externe specialist die voor elke investering onafhankelijk het impactdoel valideert van de transactie. De meeste transacties gebeuren in samenwerking met private equity-sponsors.'

Nada: 'Doorgaans neemt een sponsor een bedrijf over of breidt het uit en wij verstrekken het kapitaal om die acquisitie te financieren en verdere groei mogelijk te maken. Banken bieden soms nog werkkapitaallijnen, maar wij zijn meestal de belangrijkste verstrekker van langetermijnleningen. Wij geloven dat schaal een competitief voordeel is. We hebben € 38 miljard aan gecommiteerd kapitaal opgehaald, wat ons in staat stelt grote tickets te ondertekenen, tot € 300 miljoen of meer, afhankelijk van de transactie en steun vanuit het bredere Arcmont-platform. Dat is aantrekkelijk voor private equity-sponsors en heeft ons geholpen mandaten te winnen die voor kleinere partijen buiten bereik lagen.'

Kunt u enkele meetbare resultaten of praktijkvoorbeelden noemen?

Taylor: 'Onder ons thema 'Gezondheid' hebben we bijvoorbeeld een bedrijf dat arbo-diensten en welzijnsprogramma's aanbiedt in regio's waar ziekteverzuim en druk op publieke zorgsystemen toenemen. De diensten zijn kosteloos voor werknemers en zorgen voor een veel snellere behandeling dan het publieke systeem. Werknemers krijgen binnen 48 uur na ziekmelding gegarandeerd toegang tot specialisten, tegenover gemiddeld 52 weken wachttijd bij de publieke zorg. Binnen het thema 'Klimaat' hebben we een bedrijf dat bijproducten uit industriële processen – materialen die anders zouden worden verbrand of gestort – inzamelt en omzet in biostimulerende meststoffen. Dit vermindert het gebruik van chemische meststoffen

en verlaagt de emissies.

Binnen 'Onderwijs' zou een geschikte investering een door de overheid gefinancierde school zijn die gespecialiseerd onderwijs biedt aan kinderen met complexe behoeften, waardoor de langetermijntoekomst verbeteren, zoals betere werkvooruitzichten en toegang tot hoger onderwijs.'

En hoe zit het met de afstemming tussen impact en financieel rendement?

Nada: 'Onze impactleningstrategie hanteert hetzelfde kredietprofiel als onze andere directe leningstrategieën. Sterker nog, veel transacties die we overwegen voor de impactstrategie hebben vergelijkbare risico-rendementsprofielen en zouden ook binnen onze reguliere direct lending-strategie passen.'

Taylor: 'Impact private credit is nog een relatief jong segment, maar het groeit snel en vormt een waardevolle aanvulling op de grotere impact private equity-markt. Ongeveer 95% van onze deals verloopt via private equity-sponsors. Met mondiale prioriteiten als de energietransitie, efficiëntie in de zorg en digitale educatie die de vraag aanjagen, zien we enorme groeikansen voor deze markt.'

Wat brengt de toekomst, bijvoorbeeld op het gebied van technologie, beleid en vraag?

Taylor: 'De toekomstige groei van impact credit wordt gedreven door meerdere krachten. Er is macrodruk – de energietransitie, de SDG's, veranderende regelgeving – maar ook technologische vooruitgang. Innovaties en AI maken industrieën energie-efficiënter, gezondheidszorg schaalbaarder en onderwijs toegankelijker. Dat schept aantrekkelijke kredietkansen en wij willen het kapitaal leveren om die te ondersteunen.'

Nada: 'Impact investing is inmiddels ver voorbij zijn filantropische oorsprong gegroeid. Nu private credit zijn intrede doet in dit domein, biedt het institutionele beleggers een nieuwe manier om financiële en maatschappelijke doelstellingen te verenigen, door meetbare resultaten, rendement en portefeuilledifferentiatie te combineren. Onze aanpak laat zien hoe intentionaliteit, impactmeting en kredietanalyse samen impact kunnen omvormen van een beginnend domein tot een schaalbare beleggingsstrategie.' ■



Amie Taylor

Principal,
Arcmont Asset Management



Frédéric Nada

Partner and Co-Head of
Human Capital,
Arcmont Asset Management

IN HET KORT

Private credit evolueert van een niche tot een volwassen impactcategorie, gericht op meetbare sociale en ecologische resultaten naast rendement.

Private credit biedt diversificatievoordelen binnen een impactallocatie.

Arcmont Asset Management richt zich op leningen aan bedrijven met positieve impact in klimaat, gezondheidszorg, onderwijs en duurzame economische groei.

Impact wordt gemeten volgens de GIIN-standaard. Externe experts valideren doelen vooraf.

Private credit biedt institutionele beleggers de mogelijkheid om meetbare impactresultaten, rendement en portefeuilledifferentiatie te combineren.

Impactbeleggen met private debt groeit sterk

Private debt biedt interessante risico-rendementsperspectieven en leent zich daarnaast goed voor impactbeleggen. Het impactpotentieel van private debt is groot dankzij de directe betrokkenheid en de invloed die private debt-managers als kapitaalverschaffers hebben op de financieringsvoorwaarden. Hierdoor kunnen ze naast een goed financieel rendement ook maatschappelijke impact realiseren.

Door Mark Leeijen, Deanne Arends en Ralph Engelchor

Wat zijn de kenmerken van private debt?

De beleggingscategorie private debt is zeer heterogeen. De categorie bestaat uit vele subcategorieën met ieder hun eigen (risico-rendements)karakteristieken. Maar ook de leningen binnen de diverse subcategorieën kunnen grote verschillen vertonen. Zo variëren de leningencategorieën binnen private debt van zeer risicovol tot nagenoeg risicovrij.

Het type lening bepaalt tevens het impactpotentieel van de belegging. Zo zijn de mogelijkheden om impact te maken bij risicovollere leningen doorgaans groter omdat de groei van de betreffende bedrijven of projecten vaak wordt bemoeilijkt door beperkte toegang tot externe financiering. Via dergelijke leningen hebben beleggers doorgaans meer invloed om bepaalde financieringscondities af te spreken die gelinkt zijn aan het maken van impact.

In Figuur 1 onderscheiden wij de diverse leningtypen, geplot naar risico-rendementsprofiel en impactpotentieel. Direct lending is veruit de grootste categorie binnen private debt, maar we beleggen ook in infra debt en real estate debt. Private placements zijn met name leningen aan bedrijven met een (sub) investment grade-karakter. Dit zijn vaak bedrijven in het upper middle-market-segment. Leningen aan deze bedrijven kunnen bijvoorbeeld dienen voor specifieke duurzaamheids- of impactdoeleinden. WSW-leningen zijn leningen aan Nederlandse woningcorporaties met een expliciete overheidsgarantie. Samen met Nederlandse hypotheekleningen bieden deze leningen mogelijkheden om impact te maken op thema's als klimaat en kansengelijkheid. Vanwege de overheidsgarantie hebben WSW-leningen een hoge kredietwaardigheid. Ook ECA-leningen kennen een staatsgarantie en hebben als doel om handelsstromen te bevorderen en te stimuleren. Distressed debt en Mezzanine hebben niet onze voorkeur gegeven het (zeer) risicovolle karakter van deze leningen en de raakvlakken met private equity.

Wat maakt private debt tot een aantrekkelijke beleggingscategorie?

Het high yield-spectrum heeft een aantrekkelijke risico-opslag. Vanuit rendementsoogpunt is private debt dus een interessante toevoeging aan de portefeuille. Het renterisico van private debt is, in tegenstelling tot de meer traditionele liquide obligaties, veelal laag, aangezien het overgrote deel van deze leningen een variabele rente heeft. Ook wijkt de sectorale blootstelling van private debt gemiddeld wat af van die van andere kredietcategorieën. Hierdoor kent private debt andere gevoeligheden dan reguliere obligaties in pensioenfondsportefeuilles. Dit komt tot uiting in correlaties van gemiddeld 0,5 ten opzichte van investment grade-bedrijfsleningen.

Daarentegen hebben de subcategorieën met een vaste rente en een hoge kredietwaardigheid een relatief veilig karakter met een vaste

FIGUUR 1: OVERZICHT LENINGTYPEN NAAR RISICO-/RENDEMENTS- EN IMPACTPOTENTIEEL



coupon als stabiele inkomensstroom. Deze leningen bieden stabiliteit aan de portefeuille en lenen zich bovendien voor het beschermen tegen het renterisico van de pensioen-uitkeringen.

Wat maakt private debt tot een aantrekkelijke categorie om impact mee te maken?

Private debt is bij uitstek geschikt voor impactbeleggen omdat het beleggers directe invloed geeft op de financieringsvoorwaarden. Hierdoor kunnen zij niet alleen sturen op financieel rendement, maar ook op maatschappelijke impact. Private debt biedt de mogelijkheid om duurzaamheidsdoelstellingen, impactconvenanten en rapportageverplichtingen op maat in leningen op te nemen. Denk bijvoorbeeld aan het koppelen van rente aan vooraf vastgestelde, meetbare impactindicatoren.

Private debt-managers hebben door hun directe betrokkenheid meer invloed op het monitoren van investeringen en kunnen ook bestuurlijk bijdragen, bijvoorbeeld via een waarnemende bestuursrol. Hun expertise en netwerk vergroten de kans op succesvolle impactrealisatie. Private debt is breed inzetbaar: van groeikapitaal voor sociale ondernemingen tot projectfinanciering voor duurzame infrastructuur. Zo zetten pensioenfondsen WSW-leningen vooral in om een bijdrage te leveren aan de betaalbaarheid van woningen in Nederland. Direct lending biedt daarentegen veel mogelijkheden op verschillende impactthema's met wereldwijde focus, inclusief microfinanciering in opkomende markten. De categorie groeit snel, mede door de toenemende allocatie door institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, en door de professionalisering en standaardisering van impactmetingen.

Welke rol heeft private debt in de beleggingsportefeuille onder de Wtp?

Het risicoprofiel en de rentegevoeligheid bepalen de rol van private debt in de beleggingsportefeuille onder de Wtp. Zo passen investment grade-leningen met een lange vaste rente, zoals private placements en WSW-leningen, goed in de beschermingsportefeuille (SPR) of rentemodule (FPR) vanwege de hoge duratie en de sterke correlatie met de risicovrije swaprente. Daarentegen vormt het risicovollere high yield-segment een goede toevoeging aan de rendementsportefeuille (SPR) of rendementsmodule (FPR) dankzij de aantrekkelijke spread.

Op welke manier kan private debt het beste worden geïmplementeerd?

Onze voorkeur gaat uit naar implementatie via fondsinvesteringen en co-lending. Dit biedt pensioenfondsen toegang tot gespecialiseerde private debt-managers met diepgaande kennis van impactbeleggen. Bij fondsinvesteringen wordt geïnvesteerd in gespecialiseerde fondsen, beheerd door een General Partner die het volledige investeringsproces en het beheer verzorgt. Dit zorgt voor professionele due diligence, impactmanagement en spreiding over regio's en sectoren.

Co-lending (co-investeringen) geeft beleggers de mogelijkheid om samen met het fonds direct te investeren in een lening, waarbij de fondsmanager verantwoordelijk blijft voor selectie en beheer. Dit combineert de voordelen van directe investeringen met externe expertise en lagere kosten: op co-investeringen wordt vaak geen performance fee gerekend en de vaste beheervergoeding is lager. Beide vormen bieden flexibiliteit, schaalbaarheid en de mogelijkheid om impactdoelstellingen nauwkeurig te realiseren, terwijl het risico wordt gespreid en operationele lasten beperkt blijven.

Welke aandachtspunten en/of risico's zijn er?

Impactbeleggen met private debt kent naast aantrekkelijke risico-rendementskenmerken ook specifieke aandachtspunten en risico's. Zo kan de beperkte liquiditeit van private debt een belemmering zijn. Doordat de leningen op maat zijn gemaakt, zijn deze niet, of zeer beperkt, verhandelbaar. Hierdoor zijn de kosten van private debt hoger dan reguliere liquide kredietobligaties. Daarnaast is het heel belangrijk impactwashing te voorkomen en de focus te behouden op de meetbaarheid en rapporteerbaarheid van de gerealiseerde impact. Desondanks zien wij dat steeds meer pensioenfondsen die een impactambitie hebben, private debt meenemen in het beschikbare beleggingsuniversum voor de portefeuille. ■

Disclaimer

Beleggen kent risico's en kosten. Deze informatie is alleen bestemd voor professionele beleggers, is met zorg samengesteld, en bevat geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen, geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, en geen juridisch of fiscaal advies. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging aanhoudt. Achmea Investment Management B.V. als beheerder van beleggingsinstellingen, is ingeschreven in het register van de AFM.



Mark Leeijen

Senior Fiduciair Adviseur,
Achmea Investment
Management



Deanne Arends

Impactportfoliomanager,
Achmea Investment
Management



Ralph Engelchor

Impactportfoliomanager,
Achmea Investment
Management

IN HET KORT

De beleggingscategorie private debt is zeer heterogeen. Er zijn vele subcategorieën met ieder hun eigen risico-rendementskarakteristieken.

Het risicoprofiel en de rentegevoeligheid bepalen de rol van private debt in de beleggingsportefeuille onder de Wtp.

Private debt is zeer geschikt voor impactbeleggen omdat beleggers directe invloed hebben op de financieringsvoorwaarden.

Implementatie via fondsinvesteringen en co-lending geniet de voorkeur.

Mid-market direct lending: stable returns, strong protection

Mid-market direct lending remains a resilient, yield-enhancing, and ESG-driven opportunity in today's evolving private credit landscape. AllianzGI's Damien Guichard and Niels Kleijn discuss the reasons behind its success.

By our editorial team

From a market perspective, what makes direct lending an attractive investment opportunity today?

Damien Guichard: 'The European private debt market has been growing – and continues to grow steadily – providing interesting investment opportunities. The asset class has developed into a mature market with a proven track record of attractive returns, consistently exceeding the returns of debt in public markets with comparable risk, as well as those in equity markets. In addition, its return profile has demonstrated to be more stable than that of other asset classes.'

Niels Kleijn: 'An additional attractive element is that the asset class brings strong downside protection compared to other fixed income products. Both the default rates and loss rates after defaults have historically been lower than, for instance, the leveraged loans and high-yield markets. Some factors that influence this include the ability of asset selection with a broad range of potential investment opportunities, more modest leverage and interest cover levels, and financial covenants,

which we still see in mid-market direct lending, allowing investors to act more quickly if performance weakens.'

Why do you focus specifically on the mid-market segment?

Kleijn: 'From a deal origination perspective, this is a segment where we see ongoing deal flow providing a steady rate of deployment and the ability to select companies we consider having strong defensive characteristics. For example, in the Benelux we see an ongoing flow of potential transactions involving successful companies. These includes firms in traditional sectors like food production, or industrial companies that demonstrate steady growth, as well as strong innovative companies, for instance in healthcare or services with winning business models.'

The companies in the mid-market segment (€10-50m EBITDA) typically have developed a mature profile with strong market positions, a well-developed organization, and are generating positive cash flows which, in combination with our focus on businesses in growing markets and defensive business characteristics, provides a strong credit base.'

Guichard: 'Investors should appreciate that this segment does not face direct competition from the capital markets, resulting in a true illiquidity premium which is not that obvious for the large-cap segment where the higher return versus public markets can only be reached by offering more aggressive structures or addressing situations with some complexity. Furthermore, we focus on transactions with meaningful protection with strong security packages and financial covenants, which are triggered before the value breaks in the debt, allowing us to have a seat at table in time, reducing the loss rate. This is still possible in the traditional mid-market whilst it is no longer available in the large-cap market. We also see some competitors providing weaker covenant packages in certain cases at the higher mid-market.'

'The European private debt market is consistently exceeding the returns of debt in public markets with comparable risk, as well as those in equity markets.'

How have your funds and instrument mix evolved over time, and why have you chosen to concentrate on the senior segment? What makes this area particularly interesting?

Guichard: 'We have been a senior debt investor over the last 12 years. Over the

‘Local representation has significantly increased our pipeline and also provides stronger insight into businesses where local knowledge is key.’

last years, we have allocated a growing portion of our fund, alongside more traditional senior debt, to more stretched debt solutions where we believe there is a strong return but still a more than acceptable risk profile. The result of our strategy is that the overall leverage profile of our portfolio companies is lower than that of the typical unitranche lender, which typically focuses on stretched or highly stretched senior structures.

We see the market also developing in such a way that more funds have decided to allocate growing parts of their capital in subordinated debt and, in some cases, even to minority equity.

This is a strategy which clearly brings additional return perspective, but that comes with a different risk profile. We have decided to focus on senior debt, with an emphasis on a mix of senior and stretched senior. We believe this area provides in current markets a strong risk position at an attractive return.’

Could you tell us more about your broader activities in private markets — including your various direct lending solutions in Asia, impact, EPC, et cetera — and how your international presence has grown in recent years, particularly in Europe and in the Netherlands?

Guichard: ‘AllianzGI has € 94bn AuM (2Q2025) in private markets for both the Allianz group and third-party clients. Direct lending is an important area of our private markets business, and we continue growing our presence. As mentioned earlier, we have been active in European private credit for 12 years



CV

Damien Guichard

Damien Guichard is Head of European Private Credit for Allianz Global Investors. He joined the company in 2013 to develop the Allianz GI European Private Credit strategy which he has been heading since.

Guichard began his career at Citigroup investment banking division in 2000, focusing on capital markets and rating advisory. He then spent seven years at Barclays Capital where he originated and structured corporate loans and bonds.

Guichard was then named Director of the Debt Advisory Business at Oddo (now Oddo-BHF) between 2009 and 2013.

and continue to grow the team and portfolio. We also have an offering in Asian private credit and in developing markets debt, including blended strategies and a broad infrastructure debt offering across various risk categories. Last year, we set up a dedicated impact private credit strategy focusing on lower mid-market companies that have a positive impact on society or the environment through the products or services they provide.

Meanwhile, we continue developing our platform with growing assets under management and more portfolio companies, and we have expanded the team across the various regions to support the growth. We have also decided to establish local representation in the Benelux to grow our business in the region through the hire of Kleijn.’

Kleijn: ‘I joined the Benelux team in January, and we have recently expanded the local team. We already had a couple of Benelux-based portfolio companies originated from our office in Munich. Local representation has significantly increased our pipeline and also provides stronger insight into businesses where local knowledge is key. This growth in pipeline and local knowledge is difficult to develop if you are not based in the

‘Investors should appreciate that the mid-market segment does not face direct competition from the capital markets, resulting in a true illiquidity premium.’

region and do not speak the language. We have already been able to do several investments this year, with a well-developing pipeline proving that this strategy is paying off.’

How do you see ESG developing within the direct lending space, and how does having a dedicated impact/ESG team strengthen your approach?

Kleijn: ‘I am impressed with the knowledge within the organization on the ESG and impact side. Through the development of the impact strategy, and working with highly demanding investors in the space, we are a clear frontrunner in the market. In addition, we have the strong benefit of a dedicated impact and ESG team. We see our investors showing a lot of interest in the topic, with more and more focus on ESG frameworks, especially in certain regions, like the Netherlands. Private equity parties have also developed an understanding of this, partially driven by their investors. Companies are mostly open to jointly think about further development of their ESG strategies. As I originate transactions for both our impact private credit strategy and our senior European private credit strategy, we have insightful discussions with a broad group of stakeholders, which is a clear differentiator. The impact strategy is a clear contributor, but we strongly believe that, in addition to pure impact strategies, we can also significantly contribute to ESG development of the mid-market through our broader private debt fund.’



CV

Niels Kleijn

Niels Kleijn is Senior Portfolio Manager of European Private Credit for Allianz Global Investors. He joined the company at the start of the year to lead and further expand the private credit business in the Benelux with a base in the Rotterdam office. Kleijn started his career at ING in 2008 where he held several origination and execution roles in corporate and leveraged loan markets and thereafter worked at DWS as head of Benelux direct lending origination.

Guichard: ‘We have already demonstrated in our current vintage that, by including ESG KPIs in most of our transactions, mid-market companies can be incentivized to continue their ESG development. We expect to be able to continue this development and are considering how we can further develop our ESG framework in the next step or vintage of our senior mid-market private credit strategy. We continue to discuss this topic with our existing investors and prospective clients while we prepare for the next step in our strategy.’ ■

Disclaimer

Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. Past performance does not predict future returns. This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, an investment company with limited liability, incorporated in Germany, with its registered office at Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, registered with the local court Frankfurt/M under HRB 9340, authorised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). The Summary of Investor Rights is available in English, French, German, Italian and Spanish at <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> ADM 4892327

Na de perfecte storm

Biotech combineert historisch lage waarderingen met sterk verbeterende fundamenten en creëert daarmee een uitzonderlijke investeringskans.

Waarderingen staan bij biotech op het laagste niveau in twintig jaar, juist op het moment dat de fundamentele vooruitzichten sterk verbeteren. Veel bedrijven worden verhandeld tegen koersen die nauwelijks hun cashpositie overstijgen. De markt lijkt vrijwel geen waarde toe te kennen aan jarenlang wetenschappelijk onderzoek, klinische studies en geavanceerde technologieën. Voor wie bereid is door de volatiliteit heen te kijken, ontstaat een zeldzame kans. Drie krachtige trends komen nu samen.

1. Kunstmatige intelligentie transformeert de medicijnontwikkeling

De grootste verandering speelt zich af in de laboratoria zelf. Kunstmatige intelligentie brengt een revolutie teweeg in de manier waarop nieuwe medicijnen worden ontwikkeld. AI versnelt het ontdekkingsproces van moleculen, voorspelt werkzaamheid en bijwerkingen met toenemende nauwkeurigheid en identificeert geschikte patiënten voor studies. Dit verkort zowel de ontwikkeltijd als de kosten aanzienlijk. Bedrijven krijgen meer veelbelovende kandidaatmedicijnen per geïnvesteerde euro en kunnen sneller opereren. Genetische medicijnen profiteren hier maximaal van. RNA-therapieën, gentherapieën en celtherapieën zijn complex en data-intensief, precies het terrein waarop AI excelleert. Bovendien vermindert AI het binaire risico dat traditioneel kenmerkend is voor biotech. Betere voorspellingen vroeg in het proces stellen bedrijven in staat kapitaal te concentreren richting de meest veelbelovende programma's. De markt heeft dit voordeel echter nog nauwelijks ingeprijsd.

2. De overnamecarroussel draait op volle toeren

Grote farmabedrijven kunnen niet anders

dan acquisities doen. Hun patenten lopen massaal af, goedkope generieke versies overspoelen de markt en hun portfolios moeten worden aangevuld. De achttien grootste spelers hebben samen een overnamecapaciteit van \$ 1,2 biljoen. Als we de fusie- en overnameactiviteit van begin 2025 doortrekken, stevenen we af op het sterkste overnamejaar sinds 2019. Bristol Myers Squibb nam recent Orbital over voor \$ 1,5 miljard, Novo Nordisk kocht Atero voor \$ 4,7 miljard, Pfizer betaalde \$ 4,9 miljard voor Metsera en het Utrechtse Genmab legde \$ 8 miljard neer voor buurman Merus. Opvallend is dat nog grotere megadeals tot nu toe uitblijven, wat ruimte laat voor substantiële transacties. In combinatie met lage waarderingen kunnen kopers forse premies betalen zonder financieel onverantwoord te worden. Voor aandeelhouders van overgenomen bedrijven resulteert dit doorgaans in aanzienlijke koersstijgingen.

3. De sector is gezonder dan ooit

De beruchte opschoning ligt grotendeels achter ons. Bedrijven zonder overtuigende resultaten of realistische vooruitzichten zijn uit de markt verdwenen. Maar liefst 82% van de publieke Amerikaanse biotechwaarde zit nu bij bedrijven met sterke datasets, tegen slechts 47% in 2022. Dit is geen marginale verschuiving maar een fundamentele kwaliteitsverbetering. Daarnaast verbeteren de financieringsomstandigheden. Centrale banken verlagen de rente, wat gunstig is voor kapitaalintensieve sectoren. De markt voor beursintroductions herleeft en creëert nieuwe financieringsmogelijkheden.

De samenkomst van deze drie trends is uitzonderlijk. Historisch lage waarderingen, transformatieve technologie en structurele overnamedynamiek versterken elkaar. Voor beleggers met geduld en bereidheid om fundamentele waarde te waarderen boven kortetermijnsentiment, doet zich een zeldzame kans voor. Vooral het genetica-segment verdient aandacht als primaire begunstigde van AI-ontwikkelingen. De opwaartse spiraal is pas net begonnen. ■



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

Groei private debt vraagt om keuzes

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Diversificatie, schaalgrootte, impact en het nieuwe pensioenstelsel zijn bepalende factoren voor een allocatie naar private debt. Dat bleek tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar over private markets, waar vier experts de kansen en risico's van de asset class bespraken.

Waar moet een belegger die nieuw is op deze markt beginnen?

Menno van den Elsaker: 'Het simpele antwoord is: begin met de grootste en bekendste sub-strategie, en dat is direct lending. Die komt qua product en analyse ook het dichtst in de buurt van publieke high yield en leveraged loans. In 2014 introduceerden we ons eerste Europese direct lending-mandaat, dat we in de loop der tijd met andere managers hebben uitgebreid. Vervolgens hebben we Real Asset Credit, Speciality Finance en Opportunistic Credit toegevoegd om een echt gediversifieerde portefeuille op te bouwen. Het kostte enige tijd om private debt binnen het pensioenfonds met traditionele asset classes als aparte asset class erkend te krijgen en een aparte allocatie te ontvangen.'

In 2020 zijn we volledig gescheiden, zowel juridisch als operationeel, van bijvoorbeeld het team voor liquide kredieten, zodat klanten afzonderlijk konden alloceren naar alternative credit. Om dat te bereiken ben ik al in 2017 begonnen met het formuleren van een strategie en het opstellen van bedrijfsplannen.'

Is het waarschijnlijk dat private debt op de lange termijn een rustiger resultaat oplevert?

Alex Neve: 'Ja, want je krijgt minder volatiliteit en dus ben je minder afhankelijk van marktfluctuaties. Als pensioenfonds ben je een langetermijn-belegger en hoef je niet tussentijds te verkopen. In vergelijking met private equity hoeft er minder cash te worden

aangehouden, waardoor het geld veel sneller kan worden ingezet. In IRR-termen lijkt private equity misschien beter, maar waarschijnlijk levert private debt een beter rendement.'

Jorg Sallaerts: 'Private debt is als asset class pas echt ontstaan na de wereldwijde financiële crisis van 2008/2009, toen banken zich en masse terugtrokken uit het verstrekken van financieringen aan (snelgroeiende) bedrijven. Over de afgelopen zeventien jaar is private debt door meerdere cycli getest, zoals de Griekse bankencrisis van 2013, COVID-19, de inmenging van Rusland in Oekraïne en de daarop volgende periode van hoge energieprijzen en kosteninflatie eind 2022, en Trumps reeks van tariefaankondigingen en de daaropvolgende macro-economische instabiliteit eerder dit jaar. Ondanks dit alles heeft private debt over al die zeventien jaar een consistent trackrecord laten zien, met beduidend betere rendementen dan enkele andere asset classes.'

De huidige markt wordt min of meer gedomineerd door een heel klein aantal grote spelers. Moet je nadenken over concentratie-risico?

Markus Schaen: 'Diversificatie in de portefeuille is zeker nodig. Tegelijk hebben we in de praktijk met beperkingen te maken. Tijdens de eerste presentatie van dit seminar werd uiteengezet dat voor een gediversifieerde private debt-portefeuille tien tot vijftien managers nodig zijn om tot een portfolio van tussen de tweehonderd en driehonderd verschillende bedrijven te komen. Inhoudelijk ben ik het daar niet mee oneens, maar de realiteit is nu – en trouwens ook in mijn vorige baan – dat er veel weerstand zal zijn als ik met het voorstel zou komen dat we tien tot vijftien managers moeten aannemen.'

De kans is denk ik groter dat je met één of twee direct credit-verstrekken in je portefeuille eindigt, die tien tot vijftien bedrijven in hun eigen portefeuille hebben. Met meer managers stijgt ook de kans op overlap in de portefeuille. Dit risico moet je zien te beperken, bijvoorbeeld via contractuele afspraken. En je >



VOORZITTER

Hans de Ruiter

Pensioenfonds TNO, PMT,
Pensioenfonds Achmea,
Nyenrode Business University



Menno van den Elsaker

APG Asset Management



Alex Neve

onafhankelijk investment
consultant



Jorg Sallaerts

Arcmont Asset Management



Markus Schaen

BrandNewDay

‘Je krijgt bij private debt minder te maken met volatiliteit en dus ben je minder afhankelijk van marktfluctuaties.’

moet erop letten dat je niet wordt blootgesteld aan dezelfde bedrijven in je private equity-portefeuille.

Er is zeker een risico op minder diversificatie of een hogere concentratie in de portefeuilles, maar dat zie je ook aan de kant van de managers, waarschijnlijk omdat de grotere spelers succesvoller zijn in het fundraise en steeds groter worden, waardoor een aantal kleinere spelers wordt verdrongen en de markt zal verlaten. Er bestaat, nogmaals, dus zeker een concentratie-risico aan de kant van de managers, maar ook aan de kant van de portefeuille.’

Van den Elsaker: ‘Als je alleen naar de statistieken over fondsenwerving binnen private debt kijkt, zie je dat deze worden gedomineerd door enkele grote spelers. Dat moet zeker in de gaten worden gehouden. Aan de andere kant moet je kijken naar wat een manager kan doen met een groter fonds – dat kan een concurrentievoordeel opleveren voor deze grotere spelers. Ze kunnen dan financieringspakketten afsluiten die normaal gesproken door banken zouden worden afgesloten.’

Gezien onze omvang werken we samen met enkele van deze grotere spelers. Maar voor onze impactinvesteringen maken we bijvoorbeeld ook gebruik van enkele kleinere spelers, omdat zij bepaalde expertise en maatwerk op dat gebied kunnen bieden. Het gaat ons er dus echt om wat de toegevoegde waarde is die een manager specifiek kan bieden.’

Sallaerts: ‘Volgens de laatste data van Preqin beheren de top-5 private debt-managers, inclusief wijzelf, circa 48% van het totale uitbestede vermogen in de private debt-markt. Dat betekent dat bepaalde trackrecords worden gewaardeerd. Men houdt van een bepaald niveau van stabiliteit en zoekt steeds vaker zijn toevlucht tot schaalgroottes. Denk daarbij aan de omvang van het investeringsteam, het relatiemanagement-team en ondersteunende diensten.’

Een manager moet goed toegerust zijn om iedere belegger op elk moment van de dag te woord te kunnen staan en in staat zijn om te voldoen aan de voortdurende en verbeterde rapportagevereisten. In mijn ogen is het dus juist een goede zaak dat veel beleggers kiezen voor managers die groter zijn, omdat die over meer vaardigheden beschikken en beter aan je eisen kunnen voldoen.’

Is het gezien de politieke onzekerheid in de Verenigde Staten verstandig om meer te alloceren naar Europa, met name wat betreft private markten, waar je je voor een langere periode vastlegt?

Neve: ‘De meeste pensioenfondsen die ik ken zijn zowel in Europa als in de Verenigde Staten actief. Misschien zou de vraag eerder moeten zijn: moeten we meer doen in emerging markets? Daar zijn veel partijen waarschijnlijk onderbelegd. De hoogste rendementen liggen echter nog steeds in de Verenigde Staten, dus je profiteert niet veel van die regionale diversificatie qua spreads. Wel is regionale spreiding altijd verstandig vanuit risicoperspectief. Er zijn veel andere gebieden binnen private debt dan wel direct lending in de Verenigde Staten, waarin je kunt beleggen om te diversificeren. Weg van de exposure naar



bedrijven, met bijvoorbeeld infrastructuurleningen, consumentleningen of insurance linked securities, die ik ook als sub-categorie van private debt zie.’

We gaan over op een nieuw pensioenstelsel. Heeft dat gevolgen voor de allocatie naar en misschien ook voor de allocatie binnen private debt?

Van den Elsaker: ‘Onder het nieuwe pensioencontract heb je de beschermingsportefeuille, die zoveel mogelijk de verplichtingen moet afdekken, en de rendementsportefeuille. Daarin zit bij de meeste partijen private debt samen met high yield-obligaties en emerging market debt. Op basis van risico en rendement ziet private debt er aantrekkelijk uit.

Ik ben blij dat we in 2020 al de hele infrastructuur hebben opgezet om te investeren in private debt, zodat het voor onze klanten nu makkelijker is om de allocatie te verhogen. Over het algemeen verwachten we dat pensioenfondsen in het nieuwe pensioenstelsel meer zullen alloceren naar private markten, waaronder private debt.’

Vraag uit het publiek: wat moet er gebeuren om de private debt-markt in Europa te laten groeien?

Sallaerts: ‘Ik denk dat die groei al zo’n tien tot twaalf jaar aan de gang is, waarbij het tempo blijft versnellen. Inmiddels is private debt een gevestigde asset class in Europa. We zien dat beleggers iets meer van hun portefeuille naar Europa alloceren en dat sommigen ook vaker op

‘Private debt heeft over de afgelopen zeventien jaar een consistent track-record laten zien, met beduidend betere rendementen dan enkele andere asset classes.’

zoek zijn naar managers die zich uitsluitend op Europa richten.’

Hoe belangrijk is het om duurzaamheid en impact mee te nemen bij het selecteren van private debt-investeringen?

Schaen: ‘Veel van wat Nederlandse institutionele beleggers doen in private markets, heeft ook een impactfocus. De aanname is dat het gemakkelijker is om impact te realiseren in een private markt-omgeving omdat je als verstrekker van eigen of vreemd vermogen in contact staat met de onderneming. Het is minder anoniem dan in een publieke markt. In een bilateraal overleg met een bedrijf of samen met een kleine club andere partijen kan normaliter meer geëist en bewerkstelligd worden op het vlak van impact en duurzaamheid.’

Van den Elsaker: ‘Als je het vergelijkt met private equity, staan impact-investeringen binnen private debt nog redelijk in de kinderschoenen. Dat bracht ons tot de beslissing om daar een voortrekkersrol in te willen gaan spelen. Daarom zijn we gesprekken begonnen met een aantal managers die al een hoog ESG-DNA hadden. We hebben met hen ons impactkader besproken: hoe je resultaten meet, hoe je rapporteert, enzovoort. Het gaat hierbij om een additioneel acceptatieproces voor impact naast de reguliere kredietacceptatie. Je moet nu ook impactbeoordeling doen, en dat op continue basis. Dat is een extra activiteit die veel tijd en middelen kost.

Managers moeten bedrijven vinden die meetbare impact hebben vanuit sociaal of milieu-oogpunt. Veel bedrijven zijn nog steeds gericht op activiteiten die afval verminderen, wat goed is, maar wat wij niet classificeren als impact. Het gaat om het leveren van producten of diensten die een impact op de wereld hebben.’ ■

‘Ik ben blij dat we in 2020 al de hele infrastructuur hebben opgezet om te investeren in private debt, zodat het voor onze klanten nu makkelijker is om de allocatie te verhogen.’

IN HET KORT

Private debt biedt stabiele rendementen en minder volatiliteit dan publieke markten.

Diversificatie blijft cruciaal, maar concentratie bij grote spelers neemt toe.

De Europese groei zet door, al blijven VS-rendementen aantrekkelijker.

Het nieuwe pensioenstelsel stimuleert de allocatie naar private markten.

Duurzaamheid en impact winnen aan belang, maar vereisen extra beoordelingskaders.

Institutionele beleggers zoeken een balans tussen schaalvoordelen, maatwerk en maatschappelijke waarde.

CLO's, een onderschatte beleggingscategorie

Collateralized Loan Obligations staan weer in de schijnwerpers. Na de financiële crisis heeft hun robuuste structuur bewezen beleggers stabiliteit en aantrekkelijke rendementen te kunnen bieden, zelfs in volatiele markten. In dit interview spreken we met Loren Sageser van PGIM over hoe deze gestructureerde producten werken, waarom ze relatief aantrekkelijk zijn en welke kansen zich momenteel voordoen.

Door Harry Geels

Kunt u kort uitleggen wat CLO's zijn?
'CLO's, of Collateralized Loan Obligations, zijn geseuritiseerde portefeuilles van zogenoemde broadly syndicated loans: leningen aan bedrijven met een kredietwaardigheid onder investment grade. Een typische CLO-portefeuille bevat ongeveer 150 tot 250 afzonderlijke leningen. Het idee

is dat een beheerder, zoals wij, de portefeuille actief beheert.

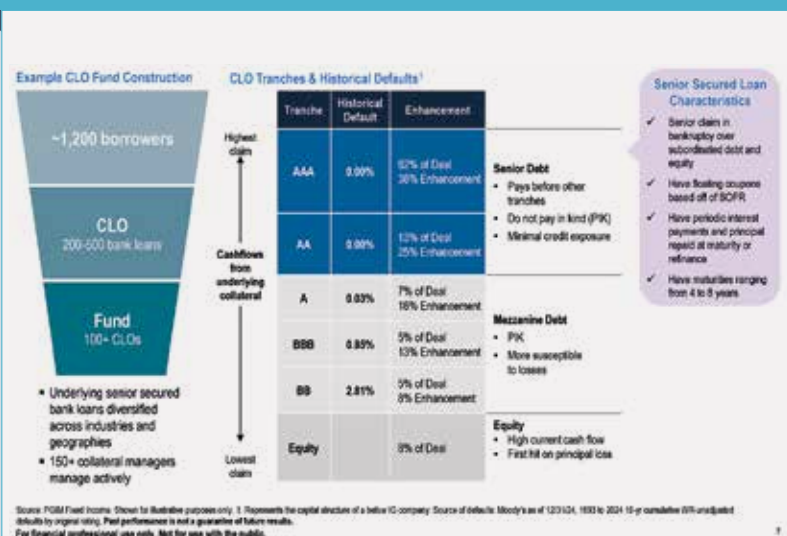
CLO's zijn meestal gestructureerd als closed-end funds met een herinvesterings- of actieve beleggingsperiode van drie tot vijf jaar, gevolgd door een meerjarige aflossingsfase. Een vermogensbeheerder kan bijvoorbeeld samenwerken met een investeringsbank zoals Goldman Sachs of JP Morgan om kapitaal aan te trekken bij beleggers voor de verschillende CLO-tranches: AAA, AA, A, BBB, BB en een equity tranche. Zodra dit kapitaal is opgehaald, wordt het gebruikt om een portefeuille te kopen van bijvoorbeeld € 400 miljoen. De rente-inkomsten uit de leningen worden vervolgens per kwartaal uitgekeerd aan de beleggers, in volgorde van senioriteit van de tranche.

Er zijn drie hoofdredenen om AAA-CLO's aan een portefeuille toe te voegen. Ten eerste bieden ze een relatief aantrekkelijk rendement. Meer specifiek leveren CLO's een hogere yield dan vergelijkbare bedrijfsobligaties. Ten tweede vertonen ze een lage correlatie met traditionele obligatiecategorieën. De correlatie met de Global Aggregate Bond Index bedroeg sinds 2011 slechts 0,26 en de correlatie met Amerikaanse staatsobligaties is zelfs licht negatief. Ook de drawdown-statistieken zijn gunstig: tijdens de COVID-19-crisis daalden CLO's slechts circa 5%, terwijl andere obligatiecategorieën, waaronder Global Treasuries, meer dan 20% verloren.'

Zijn alle CLO's hetzelfde qua structuur?

'De meeste CLO's volgen een traditionele structuur: een AAA-tranche van ongeveer 60–65%, een AA-tranche van ongeveer 12–13%, en de overige tranches en equity vormen de rest. Soms worden CLO's met lage leverage uitgegeven, waarbij enkele junior tranches ontbreken en het equity-aandeel groter is. Het is altijd belangrijk dat de senior investor voldoende bescherming heeft voordat eventuele verliezen optreden, ongeacht de totale leverage. Met 'voldoende bescherming' bedoel ik dat de senior tranche genoeg kredietbescherming moet hebben via subordination, overcollateralization en excess spread. De totale leverage op zich bepaalt het risico niet, zolang de structuur robuust is. Uiteindelijk draait het erom hoeveel verlies eerst wordt opgevangen door de mezzanine en equity tranches voordat de beleggers in de meest senior (AAA- en AA-) tranches worden geraakt. Als die buffer groot

FIGUUR 1: CLO TRANCHES & HISTORISCHE DEFAULTS



Bron: PGIM

genoeg is, blijft het kredietprofiel van de senior tranche sterk, zelfs in omgevingen met hogere leverage.’

Waarom hebben CLO's meerdere tranches met verschillende ratings?

‘Het doel is risicospreiding: de bescherming van de senior leningen, terwijl rendement wordt gegenereerd via de lager gewaardeerde tranches. AAA-beleggers staan bovenaan en lopen het minste risico op verlies. Eventuele verliezen worden eerst opgevangen door lagere tranches, zoals BB of equity. In combinatie met een special purpose vehicle (SPV) beschermt deze structuur beleggers en zorgt die ervoor dat zij niet als directe schuldeisers van individuele bedrijven worden beschouwd. Zoals te zien is in Figuur 1, toont de structuur zowel de hiërarchie (seniority) als de kredietbescherming: hogere tranches worden afgeschermd door meerdere ondergeschikte tranches eronder. Voor een portefeuille van € 400 miljoen vertegenwoordigt de AAA-tranche doorgaans ongeveer € 240 miljoen, ofwel circa 62% van het totaal. Verliezen treffen eerst de lagere tranches voordat de AAA-belegger verlies lijdt. Het historische wanbetalingsrisico voor AAA- en AA-tranches is verwaarloosbaar en zelfs voor lagere tranches blijft het risico beperkt.’

Hoe zit het met de spreads?

‘Alle CLO's hebben een floating rate, wat betekent dat de coupons bestaan uit een basisrente plus een spread. Voor AAA-tranches bedraagt de spread momenteel ongeveer 130 basispunten boven de basisrente. Naarmate je lager in de kapitaalstructuur komt, nemen de spreads toe: AA ongeveer 180 bps, A circa 210 bps, en de equity tranche richt zich doorgaans op rendementen van iets boven 10% of zelfs richting de 15%. De yield-to-worst van een wereldwijde AAA-CLO-portefeuille ligt nu rond 5,6%, wat beter is dan de 3,6% van de Global Aggregate benchmark en slechts 100 basispunten onder high yield, terwijl de kredietkwaliteit veel hoger is. Opvallend is dat AAA-CLO-rendementen nu hoger liggen dan die van Amerikaanse staatsobligaties, die bovendien niet langer een triple-A-rating hebben.’

CLO's hadden een slechte reputatie tijdens de financiële crisis. Hoe zijn ze sindsdien veranderd?

‘Voor de Great Financial Crisis (GFC) waren gestructureerde producten vaak complex en slecht gediversifieerd, en werden ze gedekt door subprime mortgages.



CV

Loren Sageser

Loren Sageser is Principal en Portfolio Specialist bij PGIM. Hij ondersteunt het Securitized Product-platform en heeft meer dan 25 jaar ervaring in de sector. Voordat hij in 2025 bij de firma kwam, was Sageser Global Head of Securitized Product and Asset-Based Finance Product Strategy bij Schroders Capital. Daarvoor bekleedde hij senior functies bij Nuveen en PIMCO. Sageser behaalde een BA en MA aan Stanford University en een MBA aan de UCLA Anderson School of Management.

CLO's daarentegen hebben sinds de late jaren negentig een consistent track record behouden. Hun sterke punten zijn diversificatie, strikte kredietbeoordeling en het zogenaamde zelfhelende mechanisme. Dat betekent dat CLO-portefeuilles actief worden beheerd: aflopende of onderpresterende leningen kunnen worden vervangen door nieuwe, kwalitatief betere leningen. Dit dynamische herinvesteringsproces stelt CLO's – in tegenstelling tot de statische CDO's van vroeger – in staat om te herstellen na stressperiodes. Tijdens de GFC bleven AAA- en AA-tranches verliesvrij, terwijl alleen de lagere tranches aanzienlijke marktschommelingen ondervonden.’

Kunt u wat meer vertellen over het zelfhelende mechanisme?

‘Naast actief beheer beschikken CLO's over ingebouwde beschermingsmechanismen. Als verliezen bepaalde drempels overschrijden, worden uitkeringen aan equity-beleggers stopgezet en wordt de ontvangen rente gebruikt om senior tranches af te lossen of in nieuwe leningen te herinvesteren. Dit deleverage-and-reinvest-mechanisme stabiliseert de structuur, zelfs in stresssituaties zoals in maart 2020 tijdens de pandemie.’

Waarom bieden CLO's hogere spreads dan publieke bedrijfsobligaties?

‘Daar zijn drie hoofdredenen voor. Ten eerste heerst er sinds de financiële crisis nog altijd voorzichtigheid onder beleggers ten >

aanzien van gestructureerde producten. Ondanks het sterke track record van CLO's sinds de jaren negentig blijft er een zeker stigma. De perceptiegedreven risicopremie vertaalt zich in hogere spreads dan het werkelijke kredietrisico rechtvaardigt.

Ten tweede is er een structurele markt-onbalans. Het aanbod van hoogwaardige investment-grade bedrijfsobligaties is kleiner dan de huidige, hoge vraag. Daarentegen kunnen B- en BB-leningen – de bouwstenen van CLO's – snel en efficiënt worden verpakt tot CLO's die voldoen aan de vraag naar hoogwaardige schuldinstrumenten. Deze overvloed maakt efficiënte diversificatie binnen CLO's mogelijk, terwijl de schaarste aan alternatieven de spreads hoog houdt.

Ten derde vermindert portefeuille-differentiatie het ideosyncratische kredietrisico: het falen van één enkele lening heeft een minimale impact op de totale kasstromen. Paradoxaal genoeg leidt deze ingebouwde risicospreiding tot een relatief stabiel kredietprofiel, maar omdat het complexer is om te modelleren, eisen beleggers een hogere risicopremie. Die complexiteitspremie is precies waar CLO-beleggers voor worden gecompenseerd.

Hoe zit het met liquiditeit en volatiliteit?

'AAA- en AA-tranches vertonen over het algemeen stabiele prijzen en worden beschouwd als veilige havens binnen de vastrentende markten. Ze zijn goed beschermd, worden meestal aangehouden door langetermijnbeleggers en worden minder frequent verhandeld. Lagere tranches, zoals BB, zijn volatieler en minder liquide, omdat minder beleggers bereid zijn om ze in stressperiodes te verhandelen. Een belangrijk verschil met andere gestructureerde producten is dat CLO's geen margin calls, redemptions of gedwongen liquidaties kennen. Beheerders hoeven niet te verkopen als de markt tijdelijk verslechtert. Dit dempt de volatiliteit en voorkomt kettingreacties zoals die tijdens de financiële crisis werden gezien.'

Zijn CLO's vooral populair in de VS?

'Het grootste deel van de markt bevindt zich inderdaad in de VS, met een omvang van ongeveer \$ 1,4 biljoen, terwijl Europa rond de € 300 miljard ligt. De interesse in Europese CLO's groeit, mede omdat de spreads daar momenteel aantrekkelijker zijn. Voor beleggers biedt een wereldwijde

strategie met zowel Amerikaanse als Europese CLO's diversificatie en ruimte voor een opportunistische allocatie.'

Hoe belangrijk is de keuze van de beheerder?

'Cruciaal. Beheerders bepalen niet alleen de selectie en kwaliteit van de onderliggende leningen, maar ook de stabiliteit tijdens stressperiodes. Een succesvolle beheerder combineert conservatief beheer met voldoende rendement, teamcontinuïteit, ervaring en strikte naleving van contractuele tests. Dit beïnvloedt zowel de prestaties als de liquiditeit van de tranches.'

Zijn er specifieke strategieën die momenteel de voorkeur hebben?

'Veel beleggers richten zich op AAA-tranches met hoogkwalitatieve beheerders en regionale spreiding. Dit beperkt het risico en levert tegelijkertijd een extra rendement op ten opzichte van vergelijkbare investment grade bedrijfsobligaties. Het is belangrijk om overmatige exposure naar transacties van lage kwaliteit en zwakkere portefeuilles te vermijden. Zorgvuldige, fundamentele due diligence blijft essentieel, zeker in de huidige omgeving van krappe spreads en yield chasing.'

Hoe beïnvloeden de huidige marktomstandigheden de strategie?

'Met historisch lage spreads is het verstandig om conservatief te blijven in senior AAA tranches. Beheerders beoordelen de relatieve waarde tussen Amerikaanse en Europese CLO's, timing en risicorendementsafwegingen. De focus ligt op het behouden van stabiliteit, liquiditeit en lage volatiliteit, terwijl kleine, opportunistische verschuivingen tussen regio's extra rendement kunnen opleveren.'

Tot slot: wat moeten beleggers onthouden over CLO's in hun portefeuille?

'CLO's combineren diversificatie, robuust risicobeheer en aantrekkelijke spreads. Ze zijn geen vervanging voor cash, maar kunnen dienen als een kernonderdeel van een goed gediversifieerde portefeuille van hoge kwaliteit. Historische data, zelfhelende mechanismen en zorgvuldige selectie van de beheerder maken deze asset class bijzonder veerkrachtig. In periodes van krappe spreads en onzekerheid op de publieke markten biedt een senior AAA CLO een aantrekkelijke combinatie van veiligheid en rendement.' ■

IN HET KORT

CLO's bevatten ongeveer 150 tot 250 afzonderlijke bedrijfsleningen en kennen doorgaans eenzelfde structuur met een AAA-tranche van ongeveer 60–65%, een AA-tranche van circa 12–13%, en voor de rest tranches van lagere kwaliteit en equity.

CLO's combineren diversificatie, robuust risicobeheer en aantrekkelijke spreads.

De senior leningen geven bescherming, terwijl rendement wordt gegenereerd via de lager gewaardeerde tranches.

CLO's kennen een zelfhelend mechanisme: aflopende of onderpresterende leningen kunnen worden vervangen door nieuwe, kwalitatief betere leningen.

De interesse in Europese CLO's groeit, mede omdat de spreads daar momenteel aantrekkelijker zijn.

Strategische autonomie begint bij een sterke thuismarkt

In een wereld die steeds verder deglobaliseert, is 'strategische autonomie' het nieuwe buzzword in Brussel. Europa wil op cruciale terreinen zoals energie, defensie, microchips en medicijnen minder afhankelijk zijn van grootmachten als de Verenigde Staten en China. Op elk van deze dossiers wordt stevig ingezet om de concurrentiepositie van de EU te versterken.

Om innovatie, ontwikkeling, productie en markttoegang van biotechproducten binnen de EU te versnellen, is de EU Biotech Act in het leven geroepen. Met deze wet worden enkele grote uitdagingen onderkend. De complexe en versnipperde regelgeving – bestaande uit EU-wetten, nationale implementaties en sector-specifieke regels – vraagt om meer harmonisatie. Daarnaast vormt de financiering van kapitaalintensieve trajecten een obstakel, waarbij voldoende middelen nodig zijn voor elke fase van bedrijfsgroei, van startup tot scale-up. Het is daarom belangrijk dat institutionele beleggers als pensioenfondsen, banken en verzekeraars meer beleggen in biotech en life sciences. Ook moeten publieke middelen beschikbaar komen om marktpartijen te versterken en moeten deze slimmer, gericht en flexibeler worden ingezet om marktfalen aan te pakken. Innovaties en nieuwe genetische technieken moeten bovendien veilig, duurzaam en ethisch verantwoord zijn. Tot slot is de beschikbaarheid van voldoende goed opgeleid talent essentieel om de sector te kunnen laten groeien.

Hoewel deze obstakels aandacht verdienen, ligt de sleutel tot een succesvolle biotechhub elders: in het creëren van een aantrekkelijke thuismarkt. Innovatie in biotech is tijdrovend en kostbaar. Trajecten van tien jaar en honderden miljoenen euro's zijn eerder regel dan uitzondering.

Die investeringen moeten worden terugverdiend. En dat gebeurt momenteel vooral in de Verenigde Staten. Waarom? Omdat in de VS meer wordt betaald voor farmaceutische en biotechproducten dan in Europa. Dit zorgt ervoor dat bedrijven in veel gevallen hun innovaties eerst daar op de markt brengen. De facto financiert de Amerikaanse eindgebruiker dus een groot deel van de wereldwijde biotechinnovatie. Net als bij defensie (NAVO) is Europa ook hier afhankelijk van de VS.

Dat is een punt van aandacht voor Donald Trump, die pleit voor 'reference pricing': de VS zou niet meer moeten betalen dan het gemiddelde van een aantal westerse landen. Als gevolg hiervan overwegen sommige farmaceuten om producten in die landen helemaal niet meer te lanceren, om hun prijsstelling in de VS te beschermen. Dit maakt vroege investeringen risicovoller en kan innovatie vertragen.

Als de EU werkelijk strategische autonomie wil op het gebied van life sciences en biotech, dan moeten de obstakels uit de Biotech Act worden aangepakt. Maar minstens zo belangrijk is het creëren van een sterkere Europese afzetmarkt. Een bijkomend voordeel van een bloeiend life sciences-ecosysteem zijn de belastingopbrengsten die naar Europa vloeien als medicijnen wereldwijd verkocht worden. Net als bij de discussie over de financiering van onze veiligheid en defensie, moeten de formerende partijen ook het gesprek voeren over waar en door wie innovatie in biotech wordt betaald. Aan de formatietafel ligt hier een duidelijke opdracht: zorg dat Nederland niet alleen inzet op strategische autonomie in defensie en energie, maar ook op een toekomstbestendige biotechsector. Dat vraagt om een duidelijke langetermijnvisie op innovatiebeleid, en meer kapitaal. ■



Door **Marc van Voorst**,
Head of Public Affairs
bij Forbion

Transparency is the key to trust in sustainable investing

The ESG backlash may seem like a political wave, but challenges such as climate change and biodiversity loss will not be solved by denying them, says Frédéric Brindeau, Head of Infrastructure Debt Asset Management & Sustainability at Schroders Capital.

By Michiel Pekelharing

In recent years, ESG has faced increasing criticism. What is behind this backlash and how will this movement develop in the coming years?

‘You really have to see the full perspective. Ten years ago, the Paris Climate Agreement set off a huge wave of positive milestones: SFDR, the EU taxonomy, the Green Deal. In Europe in particular, sustainability became a major focus within a few years. But from 2021/2022 onwards, we saw a shift. In the US, some states, such as Texas, actively rolled back ESG through legislation that restricted sustainable investments. In Europe, the war in Ukraine put the energy market on edge, making defence and energy security a priority once again. More recently, the introduction of the CSRD was also delayed and watered down. Nevertheless, the core problems remain just as acute. This year, the World Economic Forum again stated that four of the five biggest long-term risks are ecological, such as climate change and

biodiversity loss. This illustrates that the ESG backlash is mainly a political or temporary wave and the reality of these risks, including financial risk, cannot be ignored. That is why I do not see an argument for downscaling ESG, but rather for a counter to the current ESG backlash. It is time to look ahead again. The urgency is simply too great to pretend that nothing is wrong.’

The focus of European parties, in particular on sustainable investment, opens the door to greenwashing and impact washing. How can investors avoid this risk?

‘It starts with ESMA’s principles which state that sustainability claims must always be clear, fair and non-misleading. I would add three principles to this: honesty, transparency and modesty. Honesty means that we dare to acknowledge that not everything we do is ‘dark green’. Transparency means that we show which methods and assumptions we use – we put emphasis on extensive footnotes in our reports for example. And modesty means that we accept that ESG is a moving target. Regulations are becoming stricter and standards are shifting, so we must also continuously improve. We have developed a specific framework for impact investing, based on the Operating Principles for Impact Management. For us, impact means intention, contribution and measurability alongside financial returns. For example, an investment in a water purification project in Southern Europe can be financially attractive whilst also making a measurable contribution to cleaner drinking water for thousands of households. To make these kinds of claims credible, we had our impact framework verified externally by BlueMark. Their assessment placed us on the international ‘practice leadership board’ of frontrunners in impact investing. This is important to us because it proves that we go beyond just paying lip service.’

Many funds have been downgraded from Article 9 to Article 8 over the past year. Is this a sign that the sector no longer wants to appear greener than it actually is?

‘It is crucial to understand SFDR

‘I do not see an argument for downscaling ESG, but rather for a counter to the current ESG backlash. It is time to look ahead again.’

‘Transparency is the key to trust. Investors, regulators and the wider public want to know how claims are made.’

properly. It is not a label, but a disclosure regime. Yet Article 8 and Article 9 have been treated by the sector almost as quality marks. That creates confusion. We have conservatively opted for Article 8 for all our new infrastructure debt funds. Our approach, which aims at selecting best-in class investments, starts with the question of ‘why are we doing this?’. It is because we see sustainability as a third pillar of investing, alongside risk and return. We then look at how we do this, namely by integrating Sustainability & Impact (S&I) deeply into our processes. For example, I encourage new analysts and team members to obtain their CFA certificate in Sustainable Investing within a year, which is a demanding course involving 600 pages of study material and 100 hours of study. Finally, it is about what we do in concrete terms. We use tools such as our own proprietary S&I scorecards, climate, sustainability risks and biodiversity analyses (from a double materiality perspective), and we also review good governance and principal adverse impact indicators.’

Is this shift also visible among customers? Are they genuinely interested in what lies beneath the sustainable bonnet, or are they mainly concerned with ticking the boxes for Articles 8 and 9?

‘Our customer base is global and very diverse. However, sophisticated investors are looking at Article 8 and 9 products in detail and rightly demanding an additional level of scrutiny and information on how exactly S&I is integrated into our work. We notice that these customers appreciate our robust approach. It’s not just about the fact that we incorporate S&I, but how we do it, which frameworks we use, and how we



CV

Frédéric Brindeau

Frédéric Brindeau is Head of Infrastructure Debt Asset Management & Sustainability at Schroders Capital. He has over 25 years of experience in the sector, including structured finance, asset finance, project finance, restructuring and workout, and development finance. Brindeau has held various positions at organisations such as Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Dexia, and the French Development Agency.

report transparently. We consciously strive to adhere to the highest standards so that we can pass the bar of every customer.’

What is the difference in ESG integration between private and public markets?

‘Finding good, reliable data is among the biggest challenges in private markets. Large, listed companies have been reporting non-financial data for years, but medium-sized private companies – our core investments – are usually not obliged to do so. The CSRD was designed to drastically improve this, but its introduction has been delayed and its scope significantly reduced. That is why we are actively engaging with our borrowers and encouraging them to report more voluntarily. We are aiming to add S&I covenants to contracts, sometimes even making interest rates dependent on sustainability performance. In addition, we are working with our own questionnaire and building a database that allows us to collect ESG data systematically and make it comparable over time. Our method of attribution factors in infrastructure debt is also very important. Suppose we finance 5% of the value of a wind farm that supplies electricity to 100,000 households. In that case, we do not claim that we have provided 100,000

households with green electricity, but only 5,000. This may sound less spectacular, but it is honest and transparent, which is key to avoid ending up in the danger zone of greenwashing.'

Do investments in obtaining ESG data also contribute to a better risk/return ratio? To what extent do the additional costs outweigh the benefits in this regard?

'It is difficult to prove this with hard figures, because we have not had any defaults since we started our infrastructure debt activities ten years ago. But there are clear indications. Firstly, a good S&I analysis really helps to avoid risks. Think of fossil energy projects that suddenly become unprofitable due to stricter regulations. These are the stranded assets you want to stay away from. On the impact side, it is more nuanced. Intuitively, we believe that positive impact is also rewarded financially in the long term. For us, the challenge is therefore always to find the balance between limiting risks, achieving sustainability and impact, and still generating attractive returns.'

You often emphasise the role of transparency. Why is that so important?

'Transparency is the key to trust. Investors, regulators and the wider public want to know how claims are made. If you clearly show which data and methods you use, greenwashing is much less likely. Moreover, transparency makes the sector mature. Comparable data and honest impact reports ensure that

'Inspiring the younger generation gives me great satisfaction. They are already much more aware of the limits of our planet than we were previously.'

'I believe stricter regulation strengthens the serious players in the sector because it separates the wheat from the chaff.'

investors can really compare apples with apples. I think our decision to work with attribution factors is a good example. Reporting only our share of the impact may make our figures look less impressive on paper, but it has also earned us a lot of credibility, not least with customers.'

How do you see the future of ESG regulation? And what do you personally find most rewarding about this work?

'I hope and expect more standardisation and stricter requirements. SFDR 2.0, for example, is expected to introduce new categories such as 'transition' and 'sustainable', which are much more specific. And there are new rules for fund names: if you include 'sustainable' in your fund name, at least 80% of the portfolio must be demonstrably sustainable. Since these rules came into force, almost one in five funds have had to change their name, according to Morningstar. This shows that the proliferation of S&I claims is being curbed. That's good news for investors because it makes the playing field clearer and more reliable. Ultimately, I believe this also strengthens the serious players in the sector because it separates the wheat from the chaff.'

Additionally, what gives me great satisfaction is inspiring the younger generation. They are already much more aware of the limits of our planet than we were previously. I think it is valuable to show that sustainability and investing are not mutually exclusive, but can actually reinforce each other. I see that young professionals are often very idealistic. Yet they are also uncertain about how to translate that idealism into practice in the financial sector. By guiding them and involving them in our approach, I try to bridge that gap. That gives me energy and confidence that together we can move in the right direction.' ■

SUMMARY

Despite political backlash, ecological risks remain urgent. ESG must be deepened rather than scaled down to secure future financial success.

Transparency, honesty, and measurability are crucial to avoid greenwashing. External verification and clear methods strengthen credibility and trust.

Stricter regulation and standardisation (such as SFDR 2.0) will clean up the sector.

Sustainable investments link financial returns with long-term impact and risk reduction.

Euronext versus Euroclear: the winner takes it all?

Euronext wil de afwikkeling van op haar beurzen verrichte transacties via een eigen effectenbewaarinstelling doen plaatsvinden. De vraag is of de markt hiermee beter af is.

Op de meeste gereguleerde markten worden de handelsfunctie en de bewaar- en settlementfunctie van oudsher verzorgd door verschillende partijen. De handelsfunctie behoort tot het domein van de beurs-exploitant, terwijl de bewaar- en settlementfunctie berust bij een van de beursexploitant onafhankelijke centrale effectenbewaarinstelling (Central Securities Depository, CSD). Deze CSD is dan door de beurs-exploitant aangewezen als settlementorganisatie voor de afwikkeling van op de beurs verrichte effectentransacties. De positie van de onafhankelijke CSD komt echter in het gedrang als een beursexploitant de afwikkeling van op haar beurzen verrichte effectentransacties door een eigen CSD wil laten verzorgen.

In Nederland wordt de beursfunctie vervuld door Euronext Amsterdam. De CSD-functie wordt vervuld door Euroclear Nederland. Deze instelling heeft de positie van een centraal instituut onder de Wet giraal effectenverkeer (Wge) en is door Euronext aangewezen als settlementorganisatie voor de afwikkeling van op Euronext Amsterdam aangegane effectentransacties. Op verschillende andere beurzen van Euronext bestaat een identieke structuur: zo is op de aandelenbeurzen van Euronext in Brussel en Parijs de settlementfunctie eveneens toevertrouwd aan een tot de Eurocleargroep behorende CSD. Echter, in Denemarken, Italië, Noorwegen en Portugal maakt Euronext gebruik van een eigen CSD, Euronext Securities.

Naar aanleiding van het Draghi-rapport heeft Euronext de ambitie uitgesproken om de afwikkeling van op haar markten verrichte effectentransacties zelf ter hand te nemen door gebruik te maken van haar eigen CSD. Euronext heeft in haar strategisch plan Innovate for Growth 2027

aangekondigd haar CSD-activiteiten in 2026 te willen uitbreiden. Op 12 maart 2025 maakte de beursexploitant bekend dat de Euronext beurzen in Nederland, België, Frankrijk en Italië vanaf september 2026 Euronext Securities Milaan zullen aanwijzen als CSD voor de afwikkeling van op de genoemde beurzen verrichte aandelentransacties.

Euronext wijst in dit verband op het voordeel van 'one stop shopping': waar handelen op verschillende Euronext-beurzen momenteel impliceert dat de afwikkeling via evenzoveel verschillende CSDs moet geschieden, zou dat in de toekomst via één CSD kunnen, namelijk via Euronext Securities Milaan. Dat zou de afwikkeling simpeler moeten maken en moeten leiden tot lagere kosten. Zeker is dat echter niet. Als marktpartijen voor de afwikkeling van transacties op andere beurzen dan de Nederlandse, Belgische, Franse en Italiaanse beurs gebruik blijven maken van de diensten van Euroclear, leidt de inschakeling van Euronext Securities eerder tot meer fragmentatie. Daarnaast zullen de betreffende marktpartijen hun systemen moeten aanpassen om afwikkeling via Euronext Securities mogelijk te maken. Dat betekent extra kosten in de overgangsfase.

Voor Euroclear kunnen de consequenties ingrijpend zijn. Als de plannen van Euronext doorgang vinden, verliest Euroclear immers een belangrijke inkomstenbron. In theorie kan de betreffende Euroclear-entiteit blijven optreden als issuer-CSD voor uitgevende instellingen. Als Euronext de kosten binnen de perken weet te houden, is de kans echter groot dat uitgevende instellingen naar Euronext Securities zullen overstappen, omdat deze partij nu eenmaal verbonden is met de beurs en de centrale clearingorganisatie. Voor intermediairs zullen eveneens de kosten van doorslaggevend belang zijn.

Het plan van Euronext past bij de wens van Draghi om op enig moment één CSD te hebben voor de hele EU. Eén CSD betekent echter ook dat er geen concurrentie meer is en geen noodzaak om verder te innoveren. Dat geldt a fortiori als die CSD ook behoort tot de beursorganisatie. ■



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

Investeren in de economie van de toekomst

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar over private markets bespraken experts waarom pensioenfondsen en beleggers niet om private equity en growth equity heen kunnen als ze willen investeren in de economie van de toekomst.

Waarom zouden beleggers zich op growth equity moeten richten?

Niranjana Sirdeshpande: 'Growth equity bevindt zich ergens tussen private equity en venture capital in. Het gaat om bedrijven die een product-marktcombinatie hebben gevonden. Ze hebben een idee dat in een laboratorium of andere wetenschappelijke omgeving is ontwikkeld, omgezet in een commerciële omgeving. Deze bedrijven willen nieuwe klanten werven om wereldwijd operationeel te zijn en kleinere bedrijven overnemen om hun groei te versterken. En ze zijn belangrijk omdat ze de komende tien, vijftien jaar waarschijnlijk rond de 20% zullen groeien. Dit zijn de bedrijven van de toekomst, die nog niet naar de beurs zijn gegaan.

Een groot deel van de groei zal dus plaatsvinden via de private markten. Deze bedrijven zullen steeds meer kapitaal nodig hebben. Ze brengen niet dezelfde risico's met zich mee als venture capital, waarbij de uitkomst vrijwel altijd binair is: het bedrijf slaagt of het faalt. Hier heeft het bedrijf bewezen dat het een oplossing of product heeft dat waardevol is op de commerciële markt. Daarom denk ik dat growth equity een belangrijk onderdeel is van elke portefeuille, en dat een sterke basis kan worden gelegd in de bredere private equity-allocaties door dit segment toe te voegen.

Bedrijven gaan op zoek naar Europese investeerders, maar zullen die grotendeels niet vinden. Veel van de financieringsrondes zullen worden geleid door Amerikaanse investeerders, die de voorwaarden dicteren. Als een bedrijf succesvol is, is de kans groot dat het in de Verenigde Staten terechtkomt en we nooit de vruchten zullen plukken van eventuele vroegere Europese investeringsinspanningen. Dat is jammer en heeft niet alleen financiële maar ook sociale gevolgen. Maar het is nog niet te laat. Er zijn kansen om echt te investeren in de volgende golf van technologische ontwikkeling en Europa is daar goed voor gepositioneerd, alsook Nederland. Er wordt geweldig onderzoek

gedaan, vooral op het gebied van halfgeleiders en de toepassing daarvan, en op het gebied van fotonica. Het onderzoek dat wordt gedaan op het gebied van landbouw en voedselsystemen heeft te maken met klimaatverandering. In Europa zullen bedrijven worden opgericht die zich hierop richten. Ze zullen financiering nodig hebben. Laten we ervoor zorgen dat we als sector bij dit alles samenwerken.'

De grootste groei in de private equity-sector is afkomstig van secondaries. Wat betekent dat?

Koen Ronda: 'Wij lanceren eens in de één à twee jaar een nieuw fonds om te investeren in private equity: het eerste fonds is primary PE, het tweede secondary PE. Binnen secundaire beleggingen hebben we een sterke voorkeur voor GP-geleide deals. We hebben in het verleden al een paar secundaire transacties gedaan en zijn ook bezig met directe secundaire transacties. Ik dacht altijd dat je voor de secundaire markt een groot netwerk moest hebben, maar tegenwoordig doen placing agents ook veel van het werk. De primaire GP gaat naar een placing agent, die iedereen belt die hij kent. Zolang je tickets kunt schrijven die groot genoeg zijn en je je huiswerk vrij snel kunt doen, is het niet zo heel moeilijk om naar de secundaire markt over te stappen.

Zodra we het geld hebben, beginnen we dit meteen in te zetten. De co-investeringen beginnen meestal sneller te stijgen aangezien je hier geen kosten over betaalt. Dat wij onze klanten co-investeringen kunnen aanbieden, is voor hen attractief. We hebben ook veel private equity-beheerders met hun privévermogen in ons klantenbestand, wat voor ons een teken van goedkeuring is. Zij zijn ook enthousiast over secondaries, wat ik ook ben, maar je moet voorzichtig zijn en het nodige huiswerk verrichten.'

Marieke van Kamp: 'Wij hebben ook een aantal secundaire transacties gedaan. Toen we de due diligence deden voor een nieuw fonds dat toegevoegd zou worden, was er een aantal secundaire transacties beschikbaar. Die hebben we gekocht om het boek een beetje meer te vullen. Maar om eerlijk te zijn: dat was moeilijk. Er was intern veel lobbywerk en discussie nodig om de stukken te kunnen accepteren zoals ze waren, omdat we daar niet opnieuw over konden onderhandelen.'

Ronda: 'Het grootste risico van



VOORZITTER

Hans de Ruiter

Pensioenfonds TNO, PMT,
Pensioenfonds Achmea,
Nyenrode Business University



Erik Jan van Bergen

Coöperatie VGZ



Marieke van Kamp

NN Group



Erik Leseman

Onafhankelijk investment
consultant



Koen Ronda

IBS Capital Allies



Niranjana Sirdeshpande

M&G Investments

co-investeringen is het concentratierisico. Je moet een gediversifieerde portefeuille kunnen opbouwen.’

Wat zijn jullie lessons learned? Wat houdt jullie 's nachts wakker? Wat is de grootste nachtmerrie?

Erik Jan van Bergen: ‘Er is veel interne voorlichting nodig. Het is belangrijk ervoor te zorgen dat je interne organisatie goed begrijpt en blijft begrijpen waar de uitdagingen in venture capital zitten.’

Erik Leseman: ‘Mijn grootste nachtmerrie is dat we niet alle mogelijkheden benutten die private markten ons bieden. Dat interne beperkingen ervoor zorgen dat beleggingen niet mogelijk zijn, dan wel met veel vertraging op gang komen. In lijn met wat Erik Jan zegt is er veel voorlichting nodig, en is het aan te bevelen ook de aanpalende functies vroeg in het beleggingsproces te betrekken.’

Ronda: ‘Evergreens zijn de volgende grote bedreiging voor de reputatie van private markten. Tegenover de voordelen – de semi-liquiditeit of de snelle inzet van kapitaal – staan enorm veel nadelen: de cash drag, het sluiten van het fonds als iedereen liquiditeit wil, de dealdruk om het geld aan het werk te houden. Ik maak mij wel zorgen dat bepaalde grote partijen hier zoveel geld in pompen, en dat klanten rendementen worden beloofd op basis van de closed-end fondsen die in evergreen-structuren niet zullen worden gerealiseerd. Uiteindelijk zal de sector daarvoor de schuld krijgen. Daar ben ik bang voor.’

Wat is de rol van pensioenfondsen?

Sirdeshpande: ‘Tegenwoordig zijn er in de Verenigde Staten 50% minder belegbare

‘Er is veel interne voorlichting nodig. Het is belangrijk ervoor te zorgen dat je interne organisatie goed begrijpt en blijft begrijpen waar de uitdagingen in venture capital zitten.’

bedrijven op de openbare markten. Er wordt veel waarde gecreëerd op private markets. Als een pensioenfonds vandaag de dag alleen maar actief is op de publieke markten en niet op de private markten, dan neemt het in feite deel aan een economie uit het verleden en niet aan de economie van de toekomst, en creëert het geen waarde voor de komende pakweg vijftien jaar. Pensioenfondsen zijn dus bij uitstek geschikt om in de private markets te investeren. Als zij niet deelnemen aan de economie voor de toekomst, laten ze hun deelnemers in de steek bij het creëren van waarde. Dat zal enorme sociale problemen veroorzaken. Dit gaat over het bouwen van een toekomst die geschikt is voor onze kinderen om in te leven.’

Ronda: ‘Ik denk dat dit een goed verhaal is, wat niet vaak verteld wordt. Pensioenfondsen zijn ook erg druk met de huidige regelgeving en zouden meer op de toekomst kunnen focussen, maar dat is misschien wel overal een probleem. Er is veel regelgeving en veel geld, en de vraag is: hoe ga je daar het beste mee om?’

Van Bergen: ‘Er is vandaag de dag terughoudendheid bij de meeste pensioenfondsen. Maar dingen kunnen veranderen. Als je het bijvoorbeeld tien jaar geleden had gehad over het beleggen in Nederlandse hypotheek door pensioenfondsen, zou je een beetje meewarig zijn aangekeken. Vandaag de dag is het omgekeerde waar. Investeren in private equity en meer specifiek in venture capital is erg belangrijk voor de langetermijndynamiek van de Europese economie en maatschappij. Nu dreigen we achterop te raken bij andere blokken. Pensioenfondsdeelnemers en hun kinderen en kleinkinderen zijn gebaat bij een trend waarin meer Nederlandse pensioenfondsen het voorbeeld van de ‘early adopters’ volgen en deze categorie van impactvolle investeringen gaan opnemen in hun beleggingsmix.’ ■

‘Het grootste risico van co-investeringen is het concentratierisico. Je moet een gediversifieerde portefeuille kunnen opbouwen.’

IN HET KORT

Growth equity biedt stabiele groei en lagere risico's dan venture capital.

Europa moet investeren in technologische innovaties om niet achter te blijven bij de VS.

Secondaries groeien snel, maar vereisen zorgvuldig risicobeheer en diversificatie.

Evergreens kunnen reputatieschade veroorzaken door te optimistische rendementsverwachtingen.

Pensioenfondsen die niet in private markets investeren, lopen de economie van de toekomst mis en schaden zo hun deelnemers op lange termijn.



Advertentie

BEZORG ZE EEN ZEE AAN LIEFDE

**DE ONDERWATERWERELD
IS EEN WERELD OM
VERLIEFD OP TE WORDEN.
MAAR DE ZEE STAAT
ONDER DRUK EN HEEFT
JOUW LIEFDE NODIG.**

De zee schittert van de schatten. Bultrugbaby's fluisteren met hun moeder met magische geluiden. Ze laten kleine boertjes, blaffen en snuiven om zo om melk te vragen. Als een kalfje groot genoeg is mag ze mee met haar moeder op een reis van duizenden kilometers door de oceaan. De onderwaterwereld is een wereld om verliefd op te worden.

Maar, de zee heeft onze liefde nodig. Want de zee is niet veilig meer voor dieren zoals walvissen. Op de lange tochten van hun voedselgebied naar de plek waar ze zich voortplanten, komen walvissen veel gevaren tegen. Ze raken verstrikt in visnetten. Horen elkaar niet door lawaai van boten. Moeten steeds verder zwemmen voor

eten. Ze vermageren. En als ze mager zijn krijgen ze minder jongen. De kalfjes die ter wereld komen zijn kleiner en kwetsbaar. Het is niet zonder reden dat één op de drie walvisachtigen met uitsterven wordt bedreigd.

Het Wereld Natuur Fonds werkt op de meest cruciale plekken om oceanen en walvissen te beschermen. En met succes! Mede dankzij WWF zwemmen er meer bultrugkalfjes met hun moeders rond. Ook varen schepen – sinds we walvisroutes in kaart hebben – al op vier plekken in de wereld langzamer of een andere route. Om zo het leefgebied van walvissen te vermijden. We moeten nu doorzetten. Maar dat kunnen we niet zonder jou.

*"Als je de oceaan
eenmaal écht
hebt ontdekt,
zul je nooit meer
hetzelfde naar
de aarde kijken".
Sir David
Attenborough*



**GEEF LIEFDE AAN DE ZEE 
DAN DOET DE NATUUR DE REST.**

Scan nu de QR of geef op wwf.nl/boek



Unlocking liquidity for private equity GPs

A growing liquidity squeeze in private equity is reshaping how general partners manage their own capital. Innovative GP financing models are emerging to sustain growth and strategic alignment.

By Thomas Doyle

Over the past decade, the private equity industry has faced mounting liquidity challenges. With buyout exits slowing and fundraising cycles accelerating, both limited partners (LPs) and general partners (GPs) are adjusting to a new equilibrium. Data from Bain & Company show that global buyout distributions fell to just 11% of net asset value in 2024 – the lowest level in over ten years¹.

While much has been written about the impact of this on LPs, the consequences for GPs themselves are only beginning to be widely understood. The decline in liquidity has created a series of pressures that extend deep into the core economics of private equity management.

The GP liquidity squeeze

General partners have experienced what could be called a ‘quintuple whammy’ of liquidity stress. First, shortened fundraising cycles require them to reinvest more frequently in their own funds. Second, each new fund generation has grown, increasing the absolute amount of GP commitments. Third, market norms now push GPs to contribute larger percentages to



demonstrate alignment with investors. Fourth, the proliferation of continuation vehicles has made cash flow needs less predictable. And finally, slowing distributions have delayed carry realisations and reduced liquidity from earlier commitments.

The cumulative effect is clear: GPs’ need for liquidity has risen even as access to it has diminished. Many firms have a significant portion of their net worth tied up in prior fund generations, often representing between 2% and 5% of total fund capital, alongside carried interest that remains unrealised.²

A structural shift in holding periods

The post-pandemic years have seen a marked lengthening of private equity holding periods. Higher interest rates since 2022 have reduced opportunities to generate returns through valuation multiple expansion, shifting focus instead towards operational improvements and organic growth. This move from beta to alpha is healthy for long-term value creation, but it also stretches the time horizon over which gains are realised.

For GPs, longer holding periods mean capital is locked up for extended durations. The result is a mismatch between capital demands – such as new fund commitments or seed investments in emerging strategies – and the timing of liquidity events from prior portfolios.

‘As interest rates stabilise and exit activity gradually normalises, the liquidity gap in private markets is unlikely to close completely.’

Succession and strategic growth under constraint

Constrained liquidity also complicates succession planning. Many private equity firms are founder-led, and as those founders near retirement, their wealth remains embedded in their firms and legacy funds. In recent years, some have addressed this through partial sales of management company equity to outside investors. However, this approach can dilute ownership and strategic control.

An alternative gaining traction is the use of GP-level financing—structured solutions that provide liquidity without requiring the sale of equity. These transactions typically involve raising capital against a GP's mature but unrealised assets, such as co-investments or balance-sheet stakes in prior funds. By doing so, GPs can fund new commitments, support continuation vehicles, or facilitate internal succession, all while maintaining alignment with their investors.

The emergence of GP solutions

The term 'GP solutions' broadly refers to financing mechanisms that allow general partners to unlock value from existing fund interests. They are often structured as preferred equity or subordinated debt, backed by diversified portfolios of mature, high-quality assets.

Unlike traditional NAV financing—used primarily at the fund level—GP solutions operate one layer above, targeting the GP's own holdings. The result is a tailored liquidity instrument that balances flexibility with investor protection.

Market data suggest growing adoption. We estimate that the current market size for GP solutions is between \$ 150 and \$ 200 billion and could expand to as much as \$ 700–800 billion by 2030³. This growth trajectory reflects increasing demand from private equity managers facing the dual pressures of slower exits and larger successor funds.

Market drivers

Several structural themes underpin this growth:

- A challenging fundraising environment requiring GPs to demonstrate stronger alignment through higher personal commitments.

- Slower investment realisations across buyout markets, extending capital lock-up.
- The proliferation of continuation vehicles, often requiring GPs to roll carried interest or contribute incremental capital.
- Consolidation among private equity firms, leading to new capital needs for M&A at the management-company level.
- A generational transition across the industry, with liquidity needs tied to succession planning.
- A broad shift towards multi-product platforms, requiring GPs to seed adjacent strategies.

A different way to harvest the illiquidity premium

By providing capital against illiquid yet high-quality assets, investors can earn attractive risk-adjusted returns – effectively harvesting the illiquidity premium in a differentiated way.

For GPs, the benefits are strategic rather than merely financial. Liquidity access allows them to reinvest in their businesses, launch new products, or provide stability through transitions. It also reinforces alignment: rather than exiting prematurely or diluting ownership, GPs can continue to build value alongside their investors.

As interest rates stabilise and exit activity gradually normalises, the liquidity gap in private markets is unlikely to close completely. Instead, structural solutions such as GP-level financing are poised to become a permanent fixture of the ecosystem. For credit managers with expertise in underwriting illiquid assets, this evolution opens a long-term opportunity to participate in a rapidly institutionalising segment. We view GP solutions not as a cyclical phenomenon but as part of the ongoing maturation of private markets, where liquidity management becomes an integral part of strategic capital planning. ■

¹ Global Private Equity Report 2025, Bain & Company

² Based on Pemberton's understanding of the market.

³ Based on Pemberton's understanding of the current market (adoption rates, LTVs and growth rates), using industry data sourced from Preqin Pro.

Disclaimer

All statements of opinion and/or belief contained in this article represent Pemberton's own assessment and interpretation of information available to it as of 13 October 2025 and subject to change without notice based on markets and other developments. No representation is made, assurance given, or implication created that such statements, views, are correct after such date.



Thomas Doyle

Partner, Head of NAV Financing
& GP Solutions, Pemberton
Asset Management

SUMMARY

Slower buyout exits and higher GP commitments are driving structural liquidity challenges.

GP-level financing offers a non-dilutive way to release capital and fund growth.

Market potential is projected to reach up to \$ 800 billion by 2030.

Solutions enhance alignment between GPs and LPs while supporting succession and innovation.

The GP solutions market reflects the next stage in private capital evolution.

Real estate debt belangrijk onderdeel van private markets

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Real estate debt biedt een goede diversificatie in een bredere vastgoedportefeuille en draagt bij aan het inkomensrendement. Er zijn Sharpe ratio-analyses die aantonen dat het risico-rendementsprofiel voor real estate debt beter is dan bij de meeste andere asset classes. Private krediet-verstreking stimuleert de groei in deze markt.

Hoe groot is de markt voor real estate debt in Europa, de Verenigde Staten en wereldwijd? En in opkomende, publieke, en private markten?

Christian Janssen: 'Er zijn hierover geen nauwkeurige of algemeen aanvaarde statistieken beschikbaar. In Europa zou het over een biljoen euro aan real estate debt gaan, waarvan circa 220 miljard in het Verenigd Koninkrijk. Ik denk niet dat er uitgebreide statistieken bestaan voor opkomende markten. In Europa zijn we alleen actief in private markten. We nemen niet deel aan de CMBS-markt.'

Andrew Gordon: 'Het is notoir moeilijk om betrouwbare cijfers te vinden. Dat komt doordat er geen centrale autoriteit is waaraan kredietverstrekkers hun gegevens moeten rapporteren.'

Janssen: 'Er wordt wel gerapporteerd en dat gaat eigenlijk steeds beter. Er zijn studies gepubliceerd in het VK, Duitsland en Frankrijk, en er zijn enkele rechtsgebieden waar steeds meer cijfers beschikbaar komen. Dit onderwerp speelt overigens al meer dan twee decennia en marktdeelnemers eisen meer transparantie.'

Gordon: 'Er zijn geen gegevens over de prestaties van fondsen, wat een groot probleem is. MSCI is begonnen met het samenstellen van indices van senior debt funds en mezzanine debt funds.'

Janssen: 'Dat is een waardevolle poging om meer beleggers voor real estate debt te interesseren.'

Antonio de Laurentiis: 'Gebrek aan transparantie vormt een belemmering voor de voorlichting aan beleggers, maar tegelijkertijd een kans voor ons. We kunnen op deze inefficiëntie inspelen, in die zin dat we iets betere economische resultaten kunnen realiseren dan in een volledig transparante marktindex die veel meer gecorreleerd is met de publieke markt, zoals dat vaak het geval is in de Verenigde Staten.'

Welke beleggers zie je in deze markt? Particuliere, institutionele, family offices? Waarom kopen ze deze leningen?

Gordon: 'In Europa zijn het vooral institutionele beleggers: pensioenfondsen en verzekeraars. Er is enige interesse van family offices. In de Verenigde Staten wordt veel meer kapitaal opgehaald bij retailbeleggers.'

Amina Ibrahim: 'Interessant genoeg raken family offices steeds meer betrokken bij real estate debt, maar ze beschouwen het als een aanvulling op hun kaspositie. Ze worden steeds geavanceerder en diversifiëren hun portefeuilles dienovereenkomstig.'

Nathalie Bruijn: 'Voor sommige van onze institutionele klanten kunnen wij tussen de 10% en 15% van hun mandaat beleggen in debt. We zien dat als een goede diversificatie in de bredere vastgoedportefeuille en het draagt bij aan het inkomensrendement.'

De Laurentiis: 'Pensioenfondsen willen een stabiel inkomen, maar ook een absoluut minimumrendement. Verzekeringsmaatschappijen daarentegen spelen meer in op relatieve waarde. Ze kijken naar de illiquiditeitspremie en ook naar de efficiëntie van de asset class in termen van kapitaalbehandeling.'

Vincent Nobel: 'Wij kijken daar op een vergelijkbare manier naar: real estate debt kan een diversificatiemiddel zijn voor vastgoedaandelen. Maar we proberen een stap verder te gaan door te zeggen dat het eigenlijk niet om hoger renderend real estate debt zou moeten gaan, omdat dat vaak een iets hogere hefboomwerking heeft en mogelijk correleert met het

Voorzitter:

Harry Geels
Auréus

Deelnemers:

Nathalie Bruijn
CBRE Investment Management
Andrew Gordon
Invesco
Amina Ibrahim
PIMCO
Christian Janssen
Nuveen
Antonio de Laurentiis
AXA IM Alts
Vincent Nobel
Federated Hermes



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is werkzaam bij Auréus als Senior Investment Adviseur. Hij is daar medeverantwoordelijk voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Ook is hij Adjunct-Hoofdredacteur van Financial Investigator. Hij is verder parttime Docent bij het Actuariële Instituut. Geels behaalde in 1994 zijn Master Financiële Economie aan de VU Amsterdam. Hij schrijft zijn columns voor Financial Investigator op persoonlijke titel.



Nathalie
Bruijn

Nathalie Bruijn is Senior Investment Manager bij het Indirect EMEA-team van CBRE Investment Management. Sinds 2016 trekt zij investeringen aan en beheert deze, met speciale focus op vastgoedfinanciering en de kantorenmarkt. Voor haar overstap naar CBRE IM werkte zij bij Multi Corporation, destijds onderdeel van Blackstone, waar zij nieuwe retailinvesteringen in Europa beoordeelde.



Andrew
Gordon

Andrew Gordon trad in 2020 in dienst bij Invesco Real Estate en is daar verantwoordelijk voor European Real Estate Debt. Eerder leidde hij de investeringen van GAM in de Europese debt-markt en werkte hij bij Renshaw Bay, Lloyds Banking Group, Barclays, Ernst & Young en JLL. Gordon heeft ruime ervaring in vastgoedfinanciering, met expertise in kredietverlening, securitisatie, structured finance, problemschulden en fusies & overnames.



Amina
Ibrahim

Amina Ibrahim is Senior Vice President en Productstrateeg bij PIMCO in Londen, met een specialisatie in real estate solutions. Voordat zij in 2023 bij PIMCO in dienst trad, werkte zij bij LaSalle Investment Management, waar zij verantwoordelijk was voor zowel equity- als debt-financieringen. Zij behaalde een Master in Real Estate aan Cass Business School (nu Bayes Business School).



Christian
Janssen

Christian Janssen is Managing Director en Hoofd van Real Estate Debt voor Europa bij Nuveen Real Estate. Hij is gevestigd in Londen en kwam in 2013 bij de organisatie om het Europese debt-platform te lanceren. Voordat hij bij het bedrijf kwam, was Janssen fondsbeheerder en co-Head van Commercial Real Estate bij Renshaw Bay, waar hij hun eerste CRE debt-strategie heeft opgezet en gelanceerd.



Antonio
de Laurentiis

Antonio de Laurentiis is Global Head Real Asset Finance bij AXA IM Alts. Hij is sinds 2013 werkzaam bij AXA IM Alts en heeft meer dan 20 jaar ervaring in de vastgoedsector.



Vincent
Nobel

Vincent Nobel sloot zich in 2015 aan bij Federated Hermes als Head of Real Estate Debt en is nu verantwoordelijk voor alle asset-based debt-strategieën. Hij geeft leiding aan het team en verzorgt de coördinatie, de origination, de uitvoering en het beheer van commerciële vastgoedbeleggingen voor de real estate senior debt-strategie.

eigen vermogen. Ons doel is om die correlatie te doorbreken.'

Gordon: 'MSCI heeft een index van senior debt-fondsen samengesteld. Deze index gaat slechts acht jaar terug en vertoont enkele inconsistenties, maar presteert over die periode beter dan open-end pan-Europese vastgoedfondsen.'

Nobel: 'Het doel is, denk ik, om beter te presteren dan aandelen gedurende, laten we zeggen, de helft van de cyclus. Als aandelen in de andere helft van de cyclus beter presteren dan debt, zou dat een veel rustiger verloop moeten opleveren. We hebben immers gezien dat zelfs een core asset zich vrij rampzalig kan gedragen als je het op het verkeerde moment bezit.'

Janssen: 'De markt evolueert, vooral omdat de onderliggende leverage is veranderd. Daardoor beginnen de rendementen een soort netto dubbele cijfers te halen en dat trekt een hele reeks andere beleggers aan. Een aanzienlijk aantal spelers begint real estate debt te zien als een aantrekkelijk alternatief. Back-leverage creëert in zekere zin een synthetische mezzanine exposure, een manier om voorzichtig het rendement te verhogen. Het verhoogt enigszins het risico, maar veel investeerders zijn bereid dat marginale, incrementele risico te nemen.'

Nobel: 'Ik denk dat de traditionele opvatting was dat senior leningen geen hoog rendement genereren, maar dat ze wel consistent rendement leveren. Vastgoed kent een zeer asymmetrische cyclus, zeg maar tien goede jaren en twee

'Wanneer een project onder water staat, voegt mezzanine geen waarde meer toe en ziet men deze liever verwijderd worden.'

slechte. Als je terugkijkt op de afgelopen zeven, acht jaar, hebben senior leningen meer rendement opgeleverd dan vastgoedaandelen, en dat met minder hobbels, wat ook iets waard is. Het was geen free lunch, want als het tij weer keert, zullen we minder geld verdienen dan met aandelen mogelijk is, maar we zullen wel nog steeds verdienen. Het idee is dat je senior real estate debt minder afhankelijk is van de timing van de markt.'

Groeit de markt? En zo ja, waarom?

Ibrahim: 'De markt is zeker gegroeid. Daar zijn volgens mij meerdere redenen voor, maar de meest voor de hand liggende zijn de bezuinigingen van de banken. Die hebben zich, als gevolg van strengere regelgeving, teruggetrokken als kredietverstrekkers. In principe hebben private en alternatieve kredietverstrekkers meer speelruimte gekregen voor het soort flexibele oplossingen dat veel sponsors tegenwoordig ook nodig hebben. Je ziet dat private kredietverstrekking echt de groei in de markt stimuleert. Banken hebben een rol te spelen, vooral in de kernsector waar ze nog steeds het risico kunnen dragen door in feite standaardtransacties met een lagere LTV, Loan-to-Value, te doen.'

De Laurentiis: 'Banken hebben te maken met strengere regelgeving. Die beperkt enerzijds de omvang van hun activiteiten en anderzijds de flexibiliteit die ze kunnen bieden op het gebied van leverage, soorten leningen, enzovoort. Daarom neemt het marktaandeel van alternatieve kredietverstrekkers zoals wij toe.'

Janssen: 'In de afgelopen jaren is herfinanciering voor sommige eigenaren van onroerend goed bijzonder moeilijk geweest, deels omdat er bij banken twijfel bestond over de regelgeving, maar ook omdat de beschikbaarheid van bankkapitaal simpelweg beperkt was. De enige optie die die vastgoedeigenaren hadden, was ofwel naar een nieuwe alternatieve kredietverstrekker gaan die net geld had opgehaald met zeer hoge rendementsdoelstellingen, ofwel naar hun bestaande kredietverstrekker gaan en om uitstel vragen. De afgelopen jaren zijn bijna een gouden tijd voor het verstrekken van vastgoedleningen geweest.'

'Het is bijzonder moeilijk om betrouwbare cijfers te vinden. Er is immers geen centrale autoriteit waaraan kredietverstrekkers hun gegevens moeten rapporteren.'

In hoeverre beïnvloeden wettelijke kapitaalvereisten, zoals Basel III en Solvency II, het gedrag van banken ten opzichte van private kredietverstrekkers in vastgoedfinanciering?

Gordon: 'Het is moeilijk om aan te tonen dat banken hun totale exposure naar real estate debt verminderen. Banken reduceren misschien wel hun directe exposure, maar vergroten hun voorzieningen voor achterliggende leverage. Deze indirecte blootstelling aan vastgoed is moeilijk te kwantificeren. Wat ik zie, is dat de markt tot op zekere hoogte polariseert wat betreft de beschikbaarheid en prijsstelling van schuld. Grote deals, topsponsors en bepaalde asset classes zijn zeer aantrekkelijk voor veel kredietverstrekkers. Kleinere deals, kleinere sponsors en minder aantrekkelijke regio's zijn minder aantrekkelijk. Voor kredietnemers is het veel moeilijker om leningen tegen goede prijzen te krijgen.'

>



Ibrahim: ‘Daar ben ik het mee eens. Ik denk dat die polarisatie niet zozeer concurrentie is, maar dat partijen gewoon opereren in de ruimtes die voor hen werken. Banken en verzekeraars richten zich meer op kernassets, private kredietverstrekkers kunnen flexibeler en wendbaarder zijn. Misschien is er in zekere zin bijna sprake van een partnerschap, waarbij iedereen zijn eigen plek in de markt zoekt, omdat de kapitaalprojecten die moeten worden aangepakt, in termen van leningen aanzienlijk zijn. Ik denk dat private kredietverstrekkers bredere mogelijkheden hebben, dat zij technisch gezien nog steeds kunnen opereren van kern tot opportunistisch.’

De Laurentiis: ‘De banken zijn overstapt van een model van ‘originate and hold’ naar ‘originate and sell’, wat uiteindelijk een beperking vormt voor wat ze op de balans kunnen houden. Partijen zoals wij worden daar niet door beperkt. Het andere punt is dat we ons, zonder de risicocurve te verhogen, kunnen onderscheiden door onze vastgoedactiviteiten. Bij banken ging het traditioneel vooral om kantoren en winkels, maar wij kunnen de expertise bieden om meer operationele activiteiten te financieren, zoals Student Life Science, datacenters, enzovoort. Ik denk dat banken afhaken omdat het te duur voor hen is. Voor ons is het een manier om toegang te krijgen tot de nieuwe generatie van de beste assets.’

Janssen: ‘Het gaat om een efficiënte allocatie van kapitaal. Banken doen waar ze goed in zijn en wat hun regelgevende beperkingen en risicokaders hen toestaan, en alternative credit-verstrekkers doen wat voor hen en hun investeerders werkt. Dat zie ik niet per se als concurrentie. Het draait niet alleen om de prijs, maar ook om de snelheid van uitvoering, flexibiliteit, convenanten, meerdere valuta's of meerdere jurisdicties, dat soort zaken.’

Nobel: ‘Een beknopte versie van de portefeuilletheorie is dat diversificatie goed is en meer diversificatie beter. Ik denk niet dat dat geldt voor real assets. Je moet een niveau bereiken waarop je efficiënt gediversificeerd bent en posities inneemt in assets en sectoren die je aanspreken. Dat is voor ons gemakkelijker omdat we niet zulke systemische verstrekkers van kapitaal zijn als banken. Maar je kunt ook te veel diversifiëren.’

Bruijn: ‘Wat betreft diversificatie denk ik dat het ook afhangt van hoe vaak het voorkomt dat een lening in gebreke blijft. Als dit een grote lening betreft, heeft dat invloed op het totale rendement. Zelfs als je er met succes uitkomt, is het moeilijk om al je kosten terug te krijgen, waardoor het je return remt. Dat probleem heb je niet in een meer gediversifieerde portefeuille bestaande uit veelal relatief kleinere leningen.’

Gordon: ‘Portefeuildiversificatie kan helpen om de impact van een mislukte lening op het totale rendement te beperken. Maar als de mislukte lening betrekking heeft op veel assets in veel verschillende landen, zal de beheerder er voor altijd mee bezig zijn. Er zijn verschillende niveaus van diversificatie.’

De Laurentiis: ‘Wij zullen nooit pleiten voor fondsen die zijn toegespitst op één rechtsgebied of één asset class, omdat je dan op een gegeven moment op het verkeerde moment in de cyclus terechtkomt. Het komt weer neer op de vastgoedexpertise en kennis van de cyclus, maar je hebt een zekere balans in de portefeuille nodig.’

Wat kunnen jullie zeggen over deal-constructies?

Nobel: ‘Ik denk dat al deze leningen doorgaans non-recourse zijn, waarbij de geldverstrekker bij wanbetaling alleen verhaal kan halen op het onderpand en niet op andere bezittingen van de sponsor. Ons uitgangspunt is dat we een lening verstrekken onder bepaalde voorwaarden en als niet aan de voorwaarden wordt voldaan, of de aannames niet meer kloppen, er een moment kan komen waarop je kunt ingrijpen.’

‘Managers met ervaring op het gebied van structurering en creatieve oplossingen kunnen potentieel meer waarde uit investeringen halen.’

Gordon: 'In de Verenigde Staten is meestal sprake van non-recourse carve outs. Dan heb je garanties van een financieel substantiële entiteit, wat tot op zekere hoogte het feit verzacht dat je een beperkte reeks convenanten hebt. Het risico waar we ons bewust van moeten zijn, is dat grote internationale financiële sponsors die onderdelen uit de Europese en Amerikaanse structuren kunnen kiezen die hen het beste uitkomen.'

Janssen: 'Het mooie van private debt is dat het kan voorzien in de zakelijke behoeften van de sponsor. Er is een hele reeks aan keuzemogelijkheden en soms kan één kredietverstrekker de kredietnemer twee of drie verschillende opties bieden. Dit heeft een enorme creativiteit in de markt mogelijk gemaakt om tegemoet te komen aan wat de kredietnemers willen, maar soms ook om de risico's in de structuur aan te pakken die in ieder geval de kredietnemer ziet. Als investeerders stabiele inkomsten willen en bescherming tegen neerwaartse risico's, zullen ze zich over het algemeen bezighouden met senior-kredietverlening.'

De Laurentiis: 'Wat ons kan onderscheiden van de bank, is expertise op het gebied van onroerend goed. Banken vertrouwen op rapporten van derden en dan loop je twaalf maanden achter op de werkelijkheid. Als je ter plaatse bent, heb je een idee van wat er gebeurt op het gebied van waarden, en als je dan ook nog eens de vastgoedcyclus kunt lezen, helpt dat.'

Hoe zien jullie de rol van mezzanine-financiering en preferente aandelen evolueren in de huidige kapitaal-structuur?

Bruijn: 'Mezzanine-financiering was, met name in Europa, ontwikkeld na de wereldwijde financiële crisis. Omdat het een relatief nieuw product was, is er in de loop der jaren meer kennis opgedaan over hoe je dit type financiering moet structureren zodat je de risico's van een mezzanine-positie beter kunt beheersen. Daarnaast is er meer inzicht gekomen in de risico's ten opzichte van equity en senior posities, en wat – met dat in gedachten – de juiste pricing is voor mezzaninekrediet. Een interessante lesson

'Wat investeerders waarderen, is overtuiging. Een fondsbeheerder moet je ook vertellen wanneer je niet moet investeren.'

learned in de mezzaninekredieten is dat in sommige gevallen eigen vermogen beter af was dan de mezzaninekrediet-verstrekker, omdat de senior het eigen vermogen of de kredietnemer nodig heeft om het project te voltooien. Wanneer een project onder water staat, voegt mezzanine geen waarde meer toe en ziet men deze liever verdwijnen. Een wait-and-see-aanpak gaat veelal niet op voor mezzanine, want deze wordt uit de stapel geduwd door oplopende senior rentetarieven, stijgende kosten en vertragingen, zodat je steeds verder uit de structuur raakt. Daar kan geen herstel van de markt tegenop.'

Janssen: 'De uitdaging bij mezzanine is dat je veel minder verhaal hebt dan bij senior, maar je kunt wel gecompenseerd worden voor het genomen risico door het hogere rendement dat wordt gegenereerd. Het kan een belangrijk instrument zijn. Kredietverstrekkers moeten selectief zijn. En dan gaat het om de onderliggende sponsorprestaties en de onderliggende assetprognoses.'

De Laurentiis: 'Het belangrijkste is risicocontrole. Controle heeft twee dimensies. Ten eerste stemrecht: je moet onderhandelen met zowel de raad van bestuur als mogelijk een syndicaat. Ten tweede heb je vastgoedexpertise nodig, want het punt is dat het niet nodig is om de senior uit te kopen, omdat dat economisch gezien zelden zinvol is.'

Wat is de impact van back leverage op de Europese vastgoed-schuldenmarkt?

Gordon: 'Het aanbod van back leverage heeft gezorgd voor hevige concurrentie in bepaalde delen van de markt, wat heeft geleid tot krappere marges. Het gaat om een relatief nieuw fenomeen in Europa en het lijkt veel van wat vroeger mezzanine was te vervangen, maar het brengt risico's >

met zich mee die misschien minder goed worden begrepen dan de mezzanine-risico's.

Ibrahim: 'Wij hebben nog geen interesse van Europese klanten gezien voor het Amerikaanse product back leverage.'

De Laurentiis: 'Wat gebeurt er als morgen de regelgeving in de Verenigde Staten verandert en Amerikaanse banken geen gunstige behandeling meer krijgen voor hefboomwerking?'

Janssen: 'Back leverage is natuurlijk niet gratis. Je moet beleggers voorlichten over het risico, want ze krijgen seniorfondsen met back leverage aangeboden, geen mezzaninefondsen. Back leverage is in Europa minder volwassen dan in de Verenigde Staten, waar de hefboom-niveaus aanzienlijk hoger zijn. In Europa zijn maar weinig managers die vier keer leverage toepassen. Daar blijft het over het algemeen beperkt tot één, anderhalf keer leverage.'

Gordon: 'De markt ontwikkelt zich. Er is ruimte voor Europese fondsen om hun achterstand ten opzichte van de Verenigde Staten in te halen.'

Vanuit het perspectief van een vermogensbeheerder: waar past real estate debt in een gediversifieerde portefeuille en hoe verhoudt deze zich tot infra debt of bedrijfskrediet?

Ibrahim: 'Dat hangt af van de omvang en doelstellingen van de allocator. Kleinere allocators zullen alle onroerend goed in één categorie onderbrengen, en meer geavanceerde partijen zullen het ofwel in een categorie voor vastgoedschulden ofwel in een categorie voor private kredieten onderbrengen.'

Wat is dan het typische risicoprofiel?

Gordon: 'Er zijn Sharpe ratio-analyses die aantonen dat het risico-rendementsprofiel voor real estate debt beter is dan bij de meeste andere asset classes. Maar met betrekking tot vastgoedschulden zijn er veel verschillende punten in het risico-rendementsspectrum waaruit je kunt kiezen.'

Ibrahim: 'In vergelijking met infrastructuur heb je een bredere sector-exposure, omdat real estate debt gewoon meer sectoren en flexibiliteit kent.'

Janssen: 'Het onderpand in een infrastructuurtransactie is zeker minder liquide en waarschijnlijk minder volatiel, deels omdat veel van deze transacties gepaard gaan met langlopende contracten, van het innen van tol tot pijpleidingen. Onroerend goed heeft bewezen volatieler te zijn dan infrastructuur, maar dat neemt niet weg dat een langlopende huur-overeenkomst met kredietwaardige huurders waarschijnlijk even stabiel en aantrekkelijk is als een financiering van een windmolenpark voor een lange periode.'

Waar moet op gelet worden bij het selecteren van een manager?

Bruijn: 'Een manager moet over work out-vaardigheden en capaciteit beschikken. Verder heeft een manager local roots nodig om lokaal met de nodige expertise in de markt aanwezig te zijn. Hij of zij moet op de hoogte zijn van het complexe rechtssysteem in Europa, en hoe je leningen in de verschillende jurisdicties dient te structureren.'



Ibrahim: ‘Ter aanvulling. Een manager dient te beschikken over een sterk track record, idealiter over meerdere cycli, zowel ten aanzien van het fonds als van de beleggingen en de portefeuillebeheerders. Managers met ervaring op het gebied van structurering en creatieve oplossingen kunnen potentieel meer waarde uit investeringen halen.’

Janssen: ‘Alles wat gezegd is, is belangrijk, maar de continuïteit van beleggingsteams en co-investeringskapitaal is cruciaal, in ieder geval voor de conservatievere investeerders in sommige van onze fondsen.’

De Laurentiis: ‘Wat investeerders waar-deren is overtuiging. Een fondsbeheerder moet je ook vertellen wanneer je niet moet investeren.’

Wordt real estate debt over het algemeen gezien als een duurzame of zelfs impactvolle investering? En zo ja, waarom?

Bruijn: ‘In de vastgoedsector wordt veelal gebruikgemaakt van leningen. Aangezien vastgoed impact heeft op het milieu, ligt er bij de lender een even grote verantwoordelijkheid op het gebied van ESG.’

De Laurentiis: ‘Onroerend goed is verantwoordelijk voor 30% van de CO₂-uitstoot in de wereld. Daar kan je echt invloed op uitoefenen. Verder is vastgoed een asset class waar je echte metingen kunt uitvoeren. Je kunt rapporteren op het gebied van energie-efficiëntie, energieverbruik, enzovoort. Dat resulteert erin dat investeerders je kunnen vertrouwen op basis van de juiste KPI's. ESG moet voor investeerders ook vanuit economisch oogpunt zinvol zijn. Door meer groene assets of de transitie te financieren, dek je je exitrisico af of bouw je assets op die beter zullen presteren. ESG moet worden gekoppeld aan financiële prestaties en niet alleen aan pure rapportage.’

Gordon: ‘In Europa moet je gezien de regelgeving en de eisen van investeerders en huurders absoluut rekening houden met de verwachte ESG-kenmerken van de assets, vandaag en aan het einde van de lening. Dat heeft invloed op je financiële

‘Wat vijf jaar geleden als een groene lening werd beschouwd, is vandaag de dag een gemiddelde lening. De normen verbeteren en ze zullen blijven evolueren.’

prestaties. De meeste kredietnemers waar wij mee werken, opereren op een ESG-vriendelijke manier die de waarden van de onderliggende eigenschappen van de leningen die wij verstrekken, optimaliseren.’

Bruijn: ‘Voor ons is het een eis richting borrowers dat ze rapporteren over de betreffende ESG-items. In het begin kon dat een probleem zijn, met name voor kleinere partijen, maar inmiddels is het steeds meer geaccepteerd en weten partijen wat van hen wordt gevraagd.’

Janssen: ‘Ik zou zeggen dat we allemaal ESG-kredietverstrekkers zijn. Je kunt geen gebouw meer verhuren als het niet aan de vereiste parameters voldoet. Wat vijf jaar geleden als een groene lening werd beschouwd, is vandaag de dag een gemiddelde lening. De normen verbeteren en ze zullen blijven evolueren.’

Vastgoed representeert meer dan 30% van de CO₂-uitstoot, wat betekent dat deze asset class een sleutelrol speelt op het gebied van decarbonisatie. Hoe moet een kredietverstrekker hierop reageren?

De Laurentiis: ‘We kunnen druk uitoefenen. We hebben als vastgoed-deskundigen al een actieve rol gespeeld door voorlichting te geven, uniformiteit in de metingen te brengen, enzovoort. Overigens is er op ESG-gebied een verschil tussen Amerikaanse en Europese vermogensbeheerders. Die laatste groep heeft ESG vaak geïntegreerd in hun beleggingsproces.’

>

Waar liggen de grootste kansen voor institutionele beleggers in real estate of real estate debt?

Nobel: 'Ik denk dat de kans ligt in het feit dat institutionele beleggers vastgoed in een breder kader gaan zien. Het is niet alleen een illiquide kredietinvestering, maar ook een defensieve vastgoed-belegging. Veel beleggers hebben waarschijnlijk nog steeds last van wat ze de afgelopen jaren als gevolg van de wereldwijde pandemie hebben moeten doorstaan. De kans ligt wat mij betreft niet zozeer in deze of gene sector of regio, maar eerder in het zien van een grootschalige herschikking van allocaties, aangepast aan de risicobereidheid van institutionele beleggers.'

Waar zien jullie de meeste kansen in real estate debt, verspreid over verschillende risicoprofielen en sectoren?

Ibrahim: 'Wij zien de meeste kansen in senior kredietverlening voor transitional assets/business plans. Er zijn kansen in alle sectoren, maar we zien de grootste structurele kansen in de woningbouw en de logistiek. We houden van horeca in bepaalde Europese markten, met name in Zuid-Europa. Verder zijn we enthousiast over datacenters.'

'De kans ligt wat mij betreft niet zozeer in deze of gene sector of regio, maar eerder in het zien van een grootschalige herschikking van allocaties.'

Gordon: 'De grote kans voor vastgoed-schulden ligt in de groei van private markets als geheel. Real estate debt is een belangrijk onderdeel van de private markten en daarom zouden alle beleggers in die markten ook moeten beleggen in vastgoedkrediet. Het biedt voordelen op het gebied van absolute rendementen en ook in het ontbreken van correlatie met andere asset classes.'

Wat kunnen jullie zeggen over AI?

Ibrahim: 'AI maakt ons een stuk efficiënter wat betreft het beoordelen van risico's en het identificeren van opkomende trends.'

De Laurentiis: 'AI kan het gebruik van data versnellen en dat is van groot belang als je miljardenleningen financiert. Ik ben optimistisch over het gebruik van AI met betrekking tot private debt.' ■

IN HET KORT

Gebrek aan transparantie vormt een belemmering voor de voorlichting aan beleggers in real estate debt.

Een aanzienlijk aantal spelers begint real estate debt te zien als een aantrekkelijk alternatief voor vastgoedaandelen.

Vastgoed kent weliswaar een nogal asymmetrische cyclus, maar de afgelopen jaren zijn bijna een gouden tijd geweest voor het verstrekken van vastgoedleningen.

Vooraf omdat de banken te maken hebben met strengere regelgeving, neemt het marktaandeel van alternatieve credit-verstrekking toe.

Gezien de eisen van investeerders en huurders moet er rekening worden gehouden met ESG-kenmerken. In die zin zijn alle alternatieve credit-verstrekking op ESG gericht.

Voor real estate debt liggen de grootste kansen in woningbouw en logistiek.



Onze leefomgeving vraagt om meer dan plusjes

Een koopkrachtplusje van 1,3% klinkt positief, maar is betekenisloos als winkels verdwijnen, woningen schaars blijven en duurzame kantoren uitblijven. De Miljoenennota 2026 biedt enige impulsen, maar structurele keuzes blijven uit, terwijl juist deze sectoren essentieel zijn voor toekomstbestendige leefomgevingen.

Hoewel de Miljoenennota inzet op kwaliteit van de fysieke leefomgeving, ontbreekt integraal beleid voor onze binnensteden. Dit terwijl een gezonde mix van retail, woningen en kantoren de ruggengraat vormt van vitale binnensteden. Bovendien krijgen leefbare wijken en een 'kwalitatief goede leefomgeving' juist daarin betekenis. Waar winkels verdwijnen, verliest de stad haar aantrekkingskracht. Zonder kantoren verdwijnt dynamiek en ontmoeting. Investerings zijn dus broodnodig, maar het kabinet schuift echte keuzes voor zich uit in afwachting van de verkiezingen.

Onze binnensteden staan voor grote uitdagingen. De behoeften van de mensen in steden veranderen en gemeenten moeten hierop inspelen. Ondertussen zien we dat op diverse plekken in ons land acute problemen spelen. Winkels verdwijnen, met als gevolg leegstand, een afname van het aantal bezoekers, en minder sociale veiligheid. Bewoners missen voorzieningen en ondernemers zien hun omzet dalen. Gemeenten worstelen intussen met het behoud van sociale samenhang en veiligheid in wijken waar ontmoetingsplekken wegvallen en straten hun levendigheid verliezen.

Er zijn gelukkig ook genoeg steden die laten zien dat investeren in een aantrekkelijk centrumgebied loont, met meer bezoekers, meer bedrijvigheid en een sterkere lokale economie. Kansen ontstaan als markt en overheid samen in staat zijn om duurzame en dynamische leefomgevingen te creëren die functioneel zijn en wonen, werken en recreëren weten samen te brengen.

Samenhang als sleutel tot brede welvaart

Een levendige binnenstad draait om mensen die er wonen, werken en winkelen. Als één

schakel ontbreekt, raakt het geheel uit balans. Dit vraagt om een integrale blik. Toch ontbreekt in de Miljoenennota een visie op deze samenhang. Er is geen plan voor retail, geen doorbraak in woningbouw en geen perspectief voor duurzame kantoren, laat staan een paragraaf die deze functies letterlijk samen brengt. Terwijl juist deze combinatie – de leefomgeving – essentieel is voor brede welvaart en een sterke economie. Het ontbreken van een samenhangende visie vergroot het risico dat de aantrekkingskracht van steden afneemt en dat leefbaarheid, veiligheid en economische vitaliteit onder druk komen te staan.

Tijd voor structurele keuzes

De komende kabinetsformatie moet verder gaan dan het kortetermijndenken in koopkrachtplusjes. Het gaat om de vraag: hoe willen we onze leefomgevingen de komende decennia inrichten? Willen we leefomgevingen waar wonen, werken en winkelen elkaar versterken? Dan is stimulerend beleid voor deze complexe opgaven nodig. Denk aan fiscaal beleid dat woningbouw boven winkels mogelijk maakt en rust in regelgeving om langjarig kapitaal aan te trekken voor investeringen in vastgoed. Voor investeerders en ondernemers is voorspelbaarheid cruciaal: alleen met stabiele spelregels kunnen zij de grote investeringen doen die zo hard nodig zijn.

De opgaven vragen om samenwerking tussen de landelijke overheid, marktpartijen en gemeenten. Samen kunnen we brede welvaart realiseren. Dat vraagt allereerst om een integrale blik en het maken van keuzes om investeringen in centrumgebieden, woningbouw en duurzame kantoren te faciliteren.

Van plusjes naar perspectief

Wat nodig is, is visie en vertrouwen: overheid, markt en gemeenten die elkaar langjarig versterken. Alleen zo veranderen incidentele koopkrachtplusjes in structureel perspectief.

Zonder structurele keuzes verliezen onze leefomgevingen samenhang en perspectief. Investeren in leefomgevingen is geen kostenpost, maar de motor van een veerkrachtige samenleving. Het is daarom tijd te kiezen voor structurele investeringen. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Entering real estate debt pays off for insurers

Banks are scaling back their role in real estate financing, and insurers are well placed to fill that gap. Private real estate debt can offer stable income streams and align closely with long-term liabilities.

By Andrew Gordon

Private real estate debt was long considered a specialist field, but that time appears to be over. As banks retreat from property lending, a financing gap has emerged that insurers – with their robust balance sheets and long-term investment horizons – are well positioned to address. In 2024, whole loans offered average spreads of 305 basis points, compared with 160 for BBB-rated corporate bonds¹. Security over underlying property can provide downside mitigation, and the loan can generate stable cash flows that match long-term obligations.

For insurers seeking a combination of higher yields and regular income,

this presents an opportunity. Private real estate debt can provide predictable income with a risk profile that is more manageable than equities or alternative assets. In addition, loan maturities and cash flows align well with the long-term liabilities associated with insurance policies.

Market at a turning point

The outlook remains broadly positive. Real estate prices appear to have bottomed out after the correction, and eurozone interest rates have fallen. As a result, the spread between cap rates and interest rates is widening, which implies a more stable



market and may lead to more investment liquidity.

The retreat by banks also means less competition in certain areas of the market, creating opportunities for institutional investors willing to commit to real estate lending for the long term. Unlike banks, which operate on shorter balance-sheet cycles, insurers can benefit from their extended investment horizon.

Layers within the capital structure

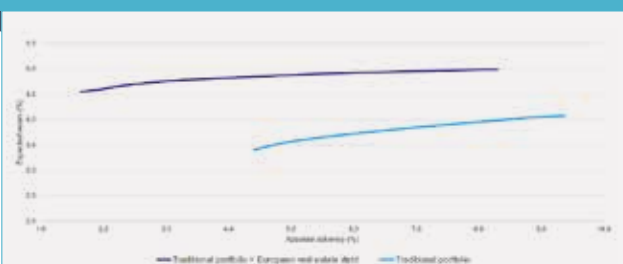
Private real estate debt ranges from defensive senior loans to higher-yielding mezzanine financing. Whole loans occupy a middle position: they cover a larger portion

of the asset value than senior loans yet still retain repayment priority. For investors willing to take on a modest increase in risk, they can offer higher returns backed by first-mortgage security.

A Solvency II advantage

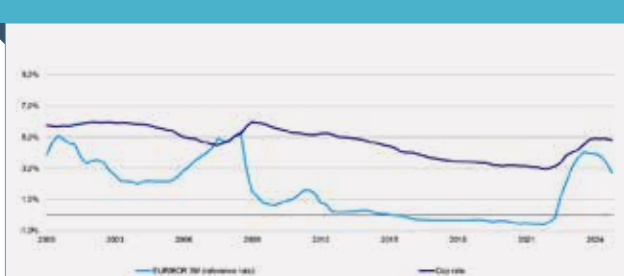
A key consideration is that private real estate debt can be treated favourably under Solvency II. Because these loans are secured, they can carry lower capital charges than equities or unsecured corporate bonds. That makes the asset class appealing not only from a return perspective but also in terms of balance-sheet efficiency. For insurers bound by stringent

FIGURE 1: ADDING EUROPEAN REAL ESTATE DEBT ENHANCES THE SOLVENCY FRONTIER



Sources: Invesco Real Estate, Invesco Vision, as of Dec. 31, 2024.

FIGURE 2: EUROPEAN CAP RATE SPREADS ARE WIDENING



Source: Invesco Real Estate as of May 15, 2025. Using cap rate data from CBRE, NCREIF and PMA interest rate data from Citi and MacroBond.

solvency requirements, this is a decisive factor.

While private real estate debt offers many benefits, it also requires rigorous risk management. Because of this, insurers typically partner with experienced asset managers who conduct thorough due diligence to mitigate these risks effectively. One area which particularly benefits from a partnership is the loan structuring itself, including covenants and prepayment penalties, as expertise here has a direct bearing on return profiles.

In structuring, the critical aspect lies in understanding what is available across various markets and identifying what should be avoided. Without experience of enforcing loans in different jurisdictions, it remains difficult to anticipate potential pitfalls and therefore challenging to establish absolute requirements. One illustrative example is Italy, where past challenges have highlighted potential complications, leading to the adoption of a structure offering alternative enforcement routes, including a contractual mechanism to directly manage the underlying properties.

A typical lender may prioritise the credit metrics of a loan, and while these are significant, it must always be remembered that the loan is secured by a property, regardless of what the credit metrics might indicate. Repayment depends on the liquidity and marketability of the asset when the time for sale arises. Local market dynamics cannot be adequately assessed from a

distance. In several instances, initial reviews of loans with strong credit metrics have been followed by feedback from local teams indicating a lack of buyers for a specific lot size in a particular location, thus raising concerns about a successful exit. Having direct engagement with the market is therefore fundamental for maximising the chances of a favourable outcome.

Comparison with other investments

For many insurers, the question is not whether to include private real estate debt, but how much. Compared with corporate bonds, these loans can offer higher spreads for similar risk levels. Relative to residential mortgages, they often have shorter maturities and more flexible terms. And unlike equities, which can experience sharp price swings, private real estate debt can deliver steady income that is relatively uncorrelated to many other asset classes.

Private real estate debt can also stack up well against private corporate credit due to the strength of the underlying collateral. As such, private real estate debt bridges the gap between traditional bonds and private credit.

Europe lags behind

Reflecting on the potential size of opportunities within the European real estate debt market, the European market is relatively small compared to that of the US. Alternative lenders in Europe have 10% of market share, compared with over 40% in the US. This highlights the considerable potential for further expansion of alternative lenders within

the European market.

Outlook

In the coming years, Europe's market is expected to mature further. New entrants are joining the field, and investors are becoming more aware of the role property lending can play in portfolio diversification.

The drive to decarbonise real estate will require substantial investment. For insurers, this presents opportunities to enhance portfolio value, achieve stronger returns and align investments with sustainability goals.

Strategic decision

Private real estate debt has the potential to become a core component of insurers' investment strategies. The combination of higher returns, income stability and alignment with long-term liabilities is difficult to find elsewhere.

Insurers therefore face a strategic decision: enter the market now and fill the gap left by banks, or leave it to other players to capture the opportunity. In an environment of scarce stable income and growing demand for diversification, standing still may be the greatest risk of all. ■

1 Bloomberg and the FY Bayes Report 2024

Disclaimer

The value of investments and any income from them may fluctuate (this may partly be due to exchange rate movements), and investors may not get back the full amount originally invested.

Important Information

This marketing communication is intended solely for use by the Dutch professional press. It is not intended for, and must not be distributed to, the general public. All data is as of 31/10/2025 unless otherwise stated.

This is marketing material and not financial advice. It is not intended as a recommendation to buy or sell any asset class, security, or strategy. Legal requirements regarding the impartiality of investment recommendations or strategies do not apply. Nor are there any restrictions on trading prior to 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 (CSSF), Luxembourg, ID: 4957309



Andrew Gordon

Head of European Real Estate Debt, Invesco

SUMMARY

As banks retreat from real estate financing, insurers can fill the gap with secured loans that match their long-term liabilities.

These loans tend to offer wider spreads and stable income, while capital requirements under Solvency II remain modest.

The market is still developing; now may be an opportune time for insurers to enter.

De kracht van supermarkten en wijkwinkelcentra

Terwijl veel retailsegmenten onder druk staan door veranderend consumentengedrag en prijsschommelingen, blijft Convenience retail volgens Philip Hosman van Altera een stabiele en voorspelbare beleggingscategorie. In gesprek met Financial Investigator legt hij uit waarom supermarktlocaties en wijkwinkelcentra een aantrekkelijke mix bieden van voorspelbare cashflows, beperkte conjunctuur-gevoeligheid en maatschappelijke relevantie.

Door Esther Waal

Hoe draagt Convenience retail bij aan stabiele en voorspelbare beleggingen?

‘De Nederlandse retailmarkt kent drie primaire segmenten: Convenience (need-driven), Comparison (want-driven) en Speciality (destination-driven, zoals DIY, tuincentra, et cetera). Waar Comparison retail (winkelgebieden gericht op vergelijkend en recreatief winkelen zoals mode en elektronica) sterk cyclisch gedrag vertoont, laat Convenience retail stabiliteit gedurende de gehele cyclus zien.

Tot 2016 liepen de rendementen parallel, maar sindsdien heeft zich een markante polarisatie voltrokken. Convenience assets realiseren gemiddeld 6% hogere rendementen dan Comparison retail, met uitschieters naar 10% verschil in de afgelopen jaren.

Het hoge aandeel food-gerelateerde huurders (zoals supermarkten, bakkers en slaggers) en andere need-driven retailers (zoals drogisterijen, opticiens en kappers), zorgt voor consistente huurinkomsten, ongeacht de economische conjunctuur. Weinig mutaties, beperkte leegstand en veelal huurcontracten met CPI-indexatie, maken Convenience assets voor institutionele beleggers tot een natuurlijke core belegging met een hoog direct rendement.’

Hoe passen beleggingen in Convenience assets in de bredere context van institutionele portefeuilles?

‘Vanuit beleggingsperspectief bieden wijkwinkelcentra een aantrekkelijk en voorspelbaar rendement. Het wordt gekenmerkt door een hoog aandeel van supermarkten, verswinkels en andere brancheversterkende winkels, die samen een compleet boodschappenaanbod vormen en daarmee stabiele bezoekersstromen en voorspelbare huurinkomsten genereren.

Ook in tijden van economische onzekerheid, online concurrentie of bijvoorbeeld tijdens corona, blijken dagelijkse boodschappen nauwelijks inwisselbaar: mensen blijven vanuit het need-driven karakter naar hun supermarkt en drogist gaan.

Onze organisatie heeft al in 2017 strategisch gekozen voor deze beleggingsstrategie. De jaarlijkse indexatie van huurcontracten biedt een effectieve bescherming tegen inflatie, terwijl de combinatie van structureel lage leegstand, lange huurcontracten en een veerkrachtige huurdersmix heeft bijgedragen aan een stabielere waardeontwikkeling dan bij veel andere retailcategorieën.’

Welke rol spelen huurders in de beleggingsstrategie voor Convenience assets?

‘Huurders zijn cruciale partners in onze strategie. Een goed en toekomstbestendig bestedingspotentieel in een verzorgingsgebied is van groot belang voor een goed functionerend wijkwinkelcentrum. Onze assets zijn in de basis goede vestigingslocaties voor huurders. Daarnaast streven we naar een optimale branchemix van internationale ketens en ‘local heroes’ en zorgen we dat alle bereikbaarheids- en toegankelijkheidsfaciliteiten op orde zijn.

Om de kwaliteit te optimaliseren, doen we regelmatig onderzoek onder zowel bezoekers als huurders. We brengen consumentengedrag in kaart en meten de huurders-tevredenheid over diverse aspecten, om hen zo goed mogelijk te kunnen bedienen.

We ondersteunen huurders via ons programma ‘De Energiezuinige Retailer’ met energieanalyses, sectorvergelijkingen en concrete besparingsmaatregelen zoals dak- en gevelisolatie, zonnepanelen en HR++ beglazing. Dit zorgt voor reductie van de operationele lasten voor huurders en versterkt de ESG-performance van onze portefeuille.’

Welke sociale functies vervullen wijkwinkelcentra naast het faciliteren van dagelijkse boodschappen?

‘Wijkwinkelcentra hebben steeds vaker een bredere maatschappelijke functie. Ze bieden ruimte aan lokale voorzieningen zoals huisartsen, apotheken of sociale diensten en zijn laagdrempelige ontmoetingsplekken waar mensen elkaar spontaan tegenkomen.

Daarmee dragen ze bij aan de inclusiviteit van de wijk: ouderen die minder mobiel zijn, jonge gezinnen of mensen zonder digitale vaardigheden vinden er de producten en diensten die zij nodig hebben. Bovendien worden steeds meer centra aangepast aan de wensen van de buurt, bijvoorbeeld met speelplekken voor kinderen, zitplekken voor ouderen of duurzame energievoorzieningen. Zo wordt de maatschappelijke waarde direct gekoppeld aan de kwaliteit van het vastgoed.

Voor senioren is een winkelbezoek een uitje. Velen gaan dagelijks of zelfs meerdere keren per dag naar hun wijkwinkelcentrum voor zowel sociale contacten als gemak. Onderzoek toont aan dat vanaf 45 jaar de besteding per huishouden stijgt met leeftijd. Senioren hebben hoge bezoekfrequenties en substantiële koopkracht, ondanks kleinere huishoudens. Ze kopen graag vers bij de slager en groenteboer, en waarderen de sociale interactie.

Deze maatschappelijke inbedding verhoogt de bezoekfrequentie en versterkt de positie van retailers, wat zich direct vertaalt in een robuuste asset performance.’

Welke trends ziet u voor de komende jaren rondom wijkwinkelcentra en hun rol in de samenleving?

‘We zien de volgende belangrijke ontwikkelingen:

Demografie: Meer alleenstaanden en een vergrijzende bevolking vergroten de behoefte aan nabijheid, toegankelijkheid en sociale ontmoetingsplekken.

Food als stabiele basis: De lage cyclische gevoeligheid van food maakt dit segment ideaal als fundament voor langetermijn-cashflows. Het non-food segment toont substantieel hogere volatiliteit in de cashflow.

Groei: Terwijl de totale retailmarkt krimpt, blijft het supermarktsegment uitbreiden. Volgens marktramingen kunnen tot 2035 ruim 100 extra supermarkten nodig zijn als

gevolg van de groei van de Nederlandse bevolking.

Supermarktmarges onder druk, selectiviteit vereist: Hoewel de Nederlandse supermarktsector de € 50 miljard omzetgrens doorbreekt, stijgen arbeids-, energie- en vastgoedkosten parallel, waardoor marges onder druk komen.

De beleggingsmarkt wordt selectiever: De yield spread tussen core en non-core assets loopt verder uiteen. Waarderingen worden bepaald door microfactoren zoals locatie, huurdersmix en concurrentiepositie. Dit vereist een gefocuste strategie met prioriteit voor core-supermarkten van toekomstbestendige ketens in gebieden met solide bestedingspotentieel. We analyseren systematisch inwoneraantal, concurrentie, koopkracht en online afvloeiing, en optimaliseren waar nodig door oppervlakte-uitbreiding of verbeterde voorzieningen.

Prijsbewust consumentengedrag: Levensmiddeleninflatie, significant hoger dan algemene inflatie, heeft consumenten kritischer gemaakt. Uit onze trendanalyses blijkt dat consumenten verschillende supermarkten bezoeken op zoek naar de goedkoopste producten en meer letten op aanbiedingen. Dit heeft geleid tot een sterke groei van huismerken en discountformules. Zo’n 30% van de consumenten rapporteert volumereductie in aankopen.’

Wat zijn de belangrijkste lessen voor institutionele beleggers over Convenience retail?

‘Door te investeren in wijkwinkelcentra draag je bij aan sterke, leefbare buurten én aan een portefeuille met stabiele cashflows en lage volatiliteit. Het zorgt voor zekerheid op de korte termijn en waardecreatie op de lange termijn. De sociale kracht van wijkwinkelcentra vormt het fundament onder hun beleggingswaarde.

Blijf kritisch: in de basis zijn supermarkten en wijkwinkelcentra solide beleggingen, maar niet elke locatie is even toekomstbestendig. Het kunnen bepalen welke wel en welke niet, vraagt om data-driven selectie, actief management en een diepgaand begrip van de lokale marktdynamiek (zoals verzorgingsgebied en bestedingspotentieel). Wij passen onze datagedreven expertise toe om een portefeuille te beheren die duurzaam rendeert, structureel stabiel is én maatschappelijke meerwaarde creëert.’ ■



Philip Hosman

Head of Investor Relations,
Altera

IN HET KORT

Convenience retail vormt een stabiele pijler binnen institutionele beleggingsportefeuilles.

Wijkwinkelcentra met sterke food-ankers combineren voorspelbare cashflows met maatschappelijke meerwaarde: ze versterken de leefbaarheid, inclusiviteit en sociale cohesie in buurten.

Door demografische ontwikkelingen zijn meer supermarkten nodig alsmede lokale ontmoetingsplekken.

De waardering van Convenience retail wordt bepaald door microfactoren zoals locatie, huurdersmix en concurrentiepositie.

Niet elke locatie is even toekomstbestendig. Diepgaand begrip van de lokale marktdynamiek is nodig voor een goede selectie.

Quant reimaged

By Daniel Mahr, CFA
Senior Vice President, Head of MDT Group

Thanks to advances in computing power, today's quant is not the quant of old.

Over the past century, quant has evolved from a theoretical concept into a practical investment approach. Ideas once confined to academia now underpin many successful strategies such as **Federated Hermes MDT US Equity**. Yet, there have also been notable failures, leading to skepticism in some quarters.



We believe today's quant is fundamentally different from its earlier iterations. Lessons from past crises – like 2007's "quant quake" and the 2008 Global Financial Crisis – highlighted the risks of excessive leverage and concentration during volatile markets. These events underscored the need for diversification, both across and within factors like value, size, and momentum. Rather than relying on single formulations, strategies now incorporate multiple versions of each factor.

Quants also look beyond traditional informational inefficiencies. Behavioural factors, driven by human emotion, play a significant role in market mispricing. Encouragingly, recent volatility hasn't triggered similar quant-led crises, suggesting that investors have absorbed past lessons.

Moreover, advances in computing power and data availability have transformed quant. Today's quant is vastly more capable, with access to insights unimaginable a decade ago.

Data! Data! Data!

Consider data: terabytes now fit in your pocket, and storage costs have plummeted. Since Clive Humby's 2006 declaration that "data is the new oil," digitisation has made data easier to collect and more central to the economy. Traditional datasets remain, but we now tap into deep, novel sources – like real-time credit card transactions or satellite images of parking lots worldwide.

If data fuels quant strategies, we live in an age of superabundance.



Superhuman insight

Yet data alone isn't enough. Interpretation is key – and here, machine learning and advanced analytics shine. These technologies extract insights beyond human capability. Machines can count cars globally and update forecasts daily. Real-time data – like truck movements from factories – offers unbiased insights that company statements may not.

A fusion of data and understanding

The active quantitative equity arm of Federated Hermes, MDT Advisers (MDT), for instance, uses machine learning to parse through vast amounts of data and seek a multitude of equity opportunities in an unbiased way. The investment team designs, oversees, and continuously looks for ways to improve upon the various tools in its investment process. The entire process is transparent and the reasoning behind investment decisions are clear.

This data-focused approach truly comes into its own when melded together with the savvy of an investment team that understands how different factors can drive alpha at a company level.

The investment team designs, oversees, and continuously looks for ways to improve upon the various tools in its investment process.

At MDT, one recent example of this kind of human/data fusion came about when we incorporated our new 'economic moats' factor into our modelling.

An concept widely associated with Warren Buffett, the idea of 'economic moats' investing is to find companies that have developed advantages allowing them to defend their profitability against encroaching competition.

A strong brand identity might be one example of this; ownership of robust patents might be another. Coca-Cola is a notable example of the former; pharmaceutical companies are an example of the latter.



Creating lasting value

But do share prices always reflect the value to be found in wide-moat firms? One reason to suspect that they might not be is how standard accounting treatment categorises these expenses. The expense of 'moat building' is generally counted in the here and now rather than being capitalised over a period of years. This lowers a firm's current income and thus appears at first glance as value destruction. However, a more enlightened accounting treatment appreciates that such spending can create lasting value for the firm and improve profitability for many years to come.

When we adopted the 'economic moats' factor in 2023, the MDT team sought to capitalise on a company's spending on potential moat-building activities. To do this, we aggregate estimated moats across a company's industry to smooth out inequalities in individual company data reporting and call the resulting factor Industry Moat.

We believe the Industry Moat factor can help us most in improving stock selection among highly out-of-favour stocks – which are not precisely the same thing as value stocks, although there tends to be a substantial overlap. Our research has indicated that stronger return potential among out-of-favour stocks is associated with those having a wider economic moat. In other words, companies in narrow-moat industries that offer commoditised goods or services with low value-added features are less likely to rebound from a negative shock than those in wide-moat industries such as software, retailing, pharmaceuticals.

We believe the Industry Moat factor works particularly well within our investment process. Companies with high market sentiment, those that are beating earnings estimates quarter after quarter, or those with other strong quality characteristics are typically already well appreciated by the market. So, the presence (or lack) of a wide economic moat tends not to significantly impact expected returns for those companies.

Holding competitors at bay

However, even successful companies can fall out-of-favour for various reasons, some within their control but others beyond their control. An established moat can help out-of-favour companies keep competitors at bay while re-establishing operating results. Thus, we have begun to use this factor to help identify those companies that may be more likely to overcome negative sentiment/momentum to return to in-favour status, seeking to avoid companies whose stock prices continue to tailspin. We believe it helps us identify, to paraphrase Buffett, wonderful companies at wonderful prices.

Avenues to risk management

Although factors such as Industry Moat have an important role to play in discovering alpha, it's important to stress that they are not the be-all and end-all of our 'new quant' approach to investing. We do not have to have a view on which sectors or factors will outperform at any given time; thus, we set sector limits and use risk models to avoid unintended risk exposures, focusing instead on stock selection to generate excess return potential.

Leveraging our computer capabilities, we update our stock forecasts – predicted alpha – each day for the entire universe of stocks. However, before we place trades, our team will review these to ensure we incorporate the most recent information. In addition, we review portfolio positioning daily, enabling us to adapt our strategies to take advantage of timely market opportunities. This active approach is designed to help ensure our clients' portfolios always reflect our best, most current ideas.

Federated Hermes MDT US Equity

Federated Hermes MDT Advisers apply an active, systematic investment approach which seeks to generate excess returns by leveraging sophisticated modelling to identify forecasting techniques tailored to different company types. **The recently launched MDT US Equity Fund in UCITS format builds on MDT's 30-year track record of successfully managing the same quantitative US equity strategy through various market cycles.** Targeting long-term capital appreciation, the fund invests across all market caps and styles within the Russell 3000, using MDT's proprietary model to enable disciplined stock selection, enhance returns, and manage risk.

Visit www.federatedhermes.com/mdt



Contact:

Thomas Dirkmaat
Head of Benelux, Business Development
Telephone: +31 6 47 112 750
Email: Thomas.Dirkmaat@FederatedHermes.com
Federated Hermes Limited
Strawinskylaan 6, Amsterdam
1077 XZ Netherlands

For professional investors only. Capital at risk.

The value of investments and income from them may go down as well as up, and you may not get back the original amount invested.

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

Issued and approved by Hermes Fund Managers Ireland Limited ("HFMI") which is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland. Registered address: 7/8 Upper Mount Street, Dublin 2, Ireland, DO2 FT59. BD016477.

Koopkracht- behoud: wenselijk en mogelijk?

Er is de laatste tijd opnieuw veel aandacht voor koopkrachtbehoud onder het nieuwe pensioenstelsel. Maar is koopkrachtbehoud wel mogelijk? En willen deelnemers dit wel?

Door Gosse Alserda

De doelstelling van een pensioenregeling is om deelnemers een koopkrachtig pensioeninkomen te bieden. Daarbij is het belangrijk om onderscheid te maken tussen koopkrachtbehoud op de lange termijn en koopkrachtsturing op de korte termijn.

Koopkrachtbehoud op de lange termijn

Over de lange termijn zien we dat de inflatie gemiddeld ongeveer 2% per jaar is. Dat betekent dat pensioenuitkeringen ten minste 2% per jaar moeten stijgen om op de lange termijn dezelfde koopkracht te behouden. Een verwachte stijging van de pensioenuitkering kan op verschillende manieren worden ingericht.

De meeste pensioenfondsen kiezen ervoor om gepensioneerden exposure te geven naar overrendement. De risicopremies die hierbij horen, zorgen ervoor dat de uitkering gemiddeld genomen stijgt, hoewel er natuurlijk ook scenario's zijn waarbij die juist negatief bijdragen. Een backtest over de periode 2000-2024 – zoals weergegeven in Figuur 1 – laat zien dat koopkrachtbehoud op de lange termijn mogelijk is. Ook met het oog op de toekomst lijkt het mogelijk voldoende exposure naar overrendement te bieden om inflatie te kunnen goedmaken.

Een alternatieve aanpak kan zijn om te starten met een lagere uitkering en die vervolgens in de loop van de tijd te laten stijgen. Technisch gezien betekent dit dat er een afslag op het projectierendement wordt genomen. Over het algemeen heeft deze optie niet de voorkeur van deelnemers, die liever een hogere uitkering hebben als ze net met pensioen zijn.

Het is overigens de vraag of koopkrachtbehoud op de lange termijn noodzakelijk is. Uit recent onderzoek van Netspar¹ komt naar voren dat de uitgaven gemiddeld genomen afnemen naarmate gepensioneerden ouder

worden. Op latere leeftijd neemt de fitheid af en als gevolg hiervan ook het uitgavenpatroon. Enige mate van koopkrachtverlies op de langere termijn lijkt zodoende eigenlijk wel goed aan te sluiten bij het uitgavenpatroon van de gemiddelde deelnemer, hoewel dit uiteraard niet hoeft te gelden voor individuele deelnemers.

Koopkrachtsturing op de korte termijn

Hoewel koopkrachtbehoud op de lange termijn dus mogelijk lijkt, is koopkrachtsturing op de korte termijn een grotere uitdaging onder de nieuwe pensioenregelingen. Hoewel het achterblijven van indexaties een van de redenen was voor de pensioentransitie, zijn de nieuwe pensioenregelingen toch vooral nominaal ingericht. Met name de solidaire premieregeling met een theoretisch beschermingsrendement – waar de meeste pensioenfondsen voor kiezen – biedt weinig mogelijkheden om gepensioneerden inflatiebescherming op korte termijn te bieden. Het beschermingsrendement is hier altijd gebaseerd op de nominale rente, waardoor inflatiebescherming vanuit het overrendement moet komen. Het overrendement gaat echter voornamelijk

‘Koopkrachtsturing is niet gratis. Inflatiegerelateerde beleggingen kennen vaak een lager verwacht rendement door het ontbreken van de inflatierisicopremie.’

FIGUUR 1: PENSIOENUITKERING GEPENSIONEERDE DEELNEMER



Bron: Aegon Asset Management

‘Uitgaven nemen doorgaans af naarmate gepensioneerden ouder worden, waardoor een daling van de koopkracht niet direct erg hoeft te zijn.’

naar jongeren en maar beperkt naar ouderen, terwijl juist ouderen behoefte kunnen hebben aan koopkrachtsturing.

Pensioenfondsen die koopkrachtsturing belangrijk vinden, kunnen kiezen voor het werkelijke beschermingsrendement. Wanneer wordt belegd in inflatiegerelateerde obligaties of inflatieswaps, komt de inflatiebescherming terecht bij ouderen. Naast het feit dat deze inflatiebescherming niet perfect is (want het betreft onder andere bescherming op basis van de Europese inflatie in plaats van de Nederlandse) komen hiermee ook andere risico's bij ouderen terecht. Zo ontstaat er een grotere mismatch bij ouderen en zien we bovendien dat de portefeuille in het geval van het werkelijke beschermingsrendement vaak wat minder efficiënt is, door onder andere het opdelen van de portefeuille in verschillende potjes. Hierdoor moet meer risico genomen worden voor hetzelfde verwachte rendement. Hoewel het inflatierisico dus afneemt, komen er andere risico's voor terug, waardoor het totale risico niet per se hoeft af te nemen.

Een andere optie is koopkrachtsturing via de solidariteitsreserve. Deze kan dan echter alleen ingezet worden voor onverwachte inflatie (dus schokken ten opzichte van de verwachte

inflatie). Om goede bescherming te kunnen bieden, moet de solidariteitsreserve wel voldoende omvang hebben, oftewel de reserve moet groter zijn als deze wordt ingezet voor koopkrachtsturing dan wanneer die daar niet voor wordt aangewend. Een grotere reserve betekent simpelweg een lagere (start) uitkering, waarbij het weer de vraag is of dit in lijn is met de voorkeuren van deelnemers.

Ook bij koopkrachtsturing kunnen we ons afvragen in hoeverre dit noodzakelijk is voor een gemiddelde deelnemer. Het totale pensioeninkomen bestaat voor de meeste deelnemers uit zowel de AOW als het aanvullende pensioen. Voor een gemiddelde deelnemer beslaat de AOW circa 40% van het totale inkomen. De AOW wordt normaal gesproken jaarlijks verhoogd met de inflatie en biedt dus koopkrachtsturing in het pensioeninkomen. Dit is vooral relevant voor lagere inkomens, voor wie de AOW een groter gedeelte van het pensioen uitmaakt. Juist deze groep is volgens het Nibud gevoelig voor inflatierisico's. Voor deelnemers met hogere inkomens is de inflatiebescherming vanuit de AOW relatief kleiner, maar deze groep is minder gevoelig voor inflatierisico's. Zij kunnen hun consumptiepatroon makkelijker aanpassen of spaargeld aanwenden om de koop-

krachtdaling op te vangen. Koopkrachtsturing is bovendien niet gratis. Inflatiegerelateerde beleggingen kennen vaak een lager verwacht rendement door het ontbreken van de inflatierisicopremie. Bovendien kan vermogen dat hiervoor wordt ingezet, niet worden gebruikt om bijvoorbeeld het overrendement beter te spreiden.

Conclusie

Op de lange termijn kunnen de nieuwe pensioenregelingen naar verwachting een koopkrachtig pensioen bieden. Een backtest laat zien dat dit over de afgelopen 25 jaar het geval had kunnen zijn en ook in de toekomst lijkt voldoende exposure naar overrendement mogelijk om zo de verwachte inflatie goed te kunnen maken. Op de korte termijn is koopkrachtsturing echter een stuk ingewikkelder. Er zijn opties om enige mate van sturing in te regelen, maar dit gaat vaak gepaard met een grotere exposure naar andere risico's. Hierdoor neemt het totale risico in veel gevallen niet af, terwijl het juist om het totale risico zou moeten gaan. Het is ook de vraag in hoeverre koopkrachtbescherming op de korte en lange termijn noodzakelijk zijn. Uitgaven nemen doorgaans af naarmate gepensioneerden ouder worden, waardoor een daling van de koopkracht niet direct erg hoeft te zijn. Op de korte termijn biedt de AOW al voor veel deelnemers directe koopkrachtsturing. Dit is met name het geval voor deelnemers met lagere inkomens, die het meest gevoelig zijn voor inflatierisico's. ■



Gosse Alserda

Senior Investment Strategist,
Aegon Asset Management

IN HET KORT

Het nieuwe pensioenstelsel kan op de lange termijn koopkrachtbehoud bieden via exposure naar overrendement, al is dit niet voor alle deelnemers noodzakelijk omdat uitgaven met de leeftijd dalen.

Koopkrachtsturing op korte termijn is lastig: het nominale beschermingsrendement biedt weinig directe inflatiebescherming voor ouderen.

Alternatieven voor koopkrachtsturing, bijvoorbeeld via het werkelijk beschermingsrendement of de solidariteitsreserve, brengen extra risico's of lagere uitkeringen met zich mee.

De vraag is of koopkrachtsturing nodig is. De AOW biedt voor lagere inkomens al gedeeltelijke bescherming tegen inflatie.

¹ Recent gepresenteerd onderzoek van Jim Been, Eduard Sauri-Andrue en Marike Knoef over 'Households' spending over the life-cycle.

Looking forward to 2026

A fundamental shift in global economic dynamics is taking place: from an economic model where the search for endless growth through optimisation and efficiency was key, to one where resilience is becoming a central theme.

By Thomas Friedberger and Nina Majstorovic



In this changing market environment¹, Europe stands out as a unique investment opportunity, supported among other things by the fiscal stimulus, a healthy banking system and attractive valuations, both on private and on listed assets. Moreover, in an environment where the need to build resilience is essential, European Sovereignty remains a key investment opportunity according to us.

Looking back on the 2025 convictions, a greater influence of governments in economies for 2025 was anticipated. What are the current thoughts on this?

One of the most profound shifts underway is the transition from a growth-centric, globally optimised economic model to one that prioritises resilience, in which governments are increasingly becoming central actors. As building resilience has a cost, public debt levels have reached unprecedented heights, with the debt-to-GDP ratio in the United States now exceeding 120%, and the European Union at over 83%.² Moreover, the cost of financing these deficits is rising, and this should lead long-term interest rates to increase. This evolution is not just a temporary

response to recent shocks, but a structural change that is likely to persist.

The need for massive capital expenditure (CapEx) was a key theme. Is this still a determining factor?

The acceleration of CapEx is unmistakable and is reshaping the investment landscape across multiple sectors. The energy transition alone is projected to require between \$ 3 and \$ 5 trillion in annual investment by 2035³ as economies race to decarbonise and build out renewable energy infrastructure. Defence spending is also surging in the United States and particularly Europe, where budgets have increased by more than 30% since 2021.⁴ In 2024, European defence spending reached an estimated € 326 billion and is expected to rise by over € 100 billion in real terms by 2027.

Technology is another major driver, with global tech giants investing heavily in artificial intelligence and data centres. Between 2024 and 2028, tech giants are expected to invest more than \$ 1.2 trillion⁵ in these areas, reflecting both the promise and the competitive pressures of digital transformation. However, it is important to recognise that such large-scale investment does not automatically translate into economic value creation.

The last CIO Outlook for 2025 highlighted artificial intelligence as a major theme. What are the risks and opportunities as we look to 2026?

Artificial intelligence continues to be a major source of excitement and innovation

‘One of the most profound shifts underway is the transition from a growth-centric, globally optimised economic model to one that prioritises resilience.’

in financial markets and the broader economy. The transformative potential of generative AI and related technologies is widely recognised. However, the massive development costs associated with AI, particularly the energy-intensive and rapidly obsolescent nature of data centres raise important questions about medium-term profitability.

Recent developments, such as the emergence of DeepSeek, illustrate the risks of mis-allocated capital in a sector characterised by rapid disruption. For investors, the key is to balance optimism about AI with a clear-eyed assessment of the underlying costs and risks.

Previously, the economic development of the Indo-Pacific region, with China at its centre, appeared to be one of the key drivers of global growth over the coming decades. How is this trend evolving?

The rise of multipolarity is one of the defining trends for the next decade, with the Indo-Pacific region centred around China emerging as a key driver of global growth. By the end of the century, Asia and Africa are expected to account for nearly 9 billion of the world's projected 10 billion people,⁶ shifting the centre of economic gravity decisively towards the Indian Ocean. For investors, this trend could shape capital flows, trade dynamics and investment opportunities for decades to come.

What makes Europe a unique area of opportunity for investors in 2026 and beyond?

Europe is undergoing a significant transformation that positions it as a unique area of opportunity for investors according to us. Several factors underpin this conviction. First, the direction taken by Germany in terms of fiscal stimulus is a game changer, unlocking funding at the European level and anchoring a genuine strategy for European sovereignty. The European banking system is also completing its clean-up, with financial institutions in southern Europe now much stronger than in previous decades.⁷

Moreover, European asset valuations are lower than those in the US, both in listed and private markets and companies typically operate with less leverage.⁸ The continent is mobilising public and private sectors, especially in areas such as energy

transition, cybersecurity, defence and strategic infrastructure.

How does building resilience create economic value in Europe, despite higher costs and lower growth?

Building resilience is not without its costs. Companies and governments must contend with insurance costs, increased capital buffers, substantial CapEx requirements, larger scale inventories, rising defence spending et cetera. While building resilience implies a less optimised economic environment, it also creates significant opportunities for value creation according to us.

Consolidation and the creation of European champions will further generate value, while investments in strategic infrastructure, such as data centres, also offer attractive opportunities for investors, provided they remain disciplined and maintain strong local roots for origination and execution.

What are the key investment themes for 2026?

Looking forward to 2026, three major investment themes stand out: European sovereignty, private debt secondaries and real estate.⁹ Defence, cybersecurity, and decarbonisation are central to Europe's sovereignty strategy, with massive investments planned across these sectors. Private debt secondaries offer diversification and attractive valuations, benefiting from favourable supply-demand. Real estate, especially value-add and real estate debt, presents opportunities amid structural changes reshaping this sector. ■



Thomas Friedberger

Deputy CEO and Co-CIO,
Tikehau Capital



Nina Majstorovic

Investment Specialist,
Capital Markets Strategies,
Tikehau Capital

SUMMARY

The focus is shifting from global growth optimisation to resilience, with governments emerging as central actors.

AI remains a major source of excitement and innovation in financial markets and the broader economy.

The rise of multipolarity will define the next decade, with China-led Indo-Pacific driving global growth.

Europe is a unique area of opportunity for investors in 2026 as it is mobilising public and private sectors to catch up technologically and financially.

Real estate, especially value-add and real estate debt, presents opportunities amid structural changes.

- 1 Tikehau Capital CIO Outlook Autumn 2025, <https://www.tikehaucapital.com/-/media/Files/T/Tikehau-Capital-V2/documents/news-and-views/en/2025/tikehau-outlook25-eng.pdf>
- 2 Source: FMI, Global Debt Database 2023, Historical Public Debt Database, World Economic Outlook Database April 2024, SciencesPo.
- 3 Source: IEA World Energy Outlook 2024.
- 4 Source: European Council, Council of the European Union, European Defense Agency, data as of December 31, 2024
- 5 Source: Goldman Sachs Global Investment Research, data as of August 4, 2025. Estimates made by GS, including Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, and Oracle.
- 6 Source: United Nations, World Population Prospect 2024.
- 7 Source: Bank results publications, data as of June 30, 2025
- 8 Source: TIM, Bloomberg, data as of July 31, 2025.

Disclaimer

This document is not an offer of securities for sale or investment advisory services. This document contains general information only and is not intended to represent general or specific investment advice. Past performance is not a reliable indicator of future results and targets are not guaranteed. Certain statements and forecasted data are based on current expectations, current market and economic conditions, estimates, projections, opinions and beliefs of Tikehau Capital and/or its affiliates. Due to various risks and uncertainties, actual results may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements or in any of the case studies or forecasts. All references to Tikehau Capital's advisory activities in the US or with respect to US persons relates to Tikehau Capital North America.

Tussen Europese autonomie en afhankelijkheid van de VS

Europa staat voor een cruciale strategische keuze: hoe kan Europa haar veiligheid waarborgen zonder volledig afhankelijk te blijven van Washington? Ko Colijn, onderzoeker, journalist en hoogleraar, analyseert de implicaties van recente NAVO-besluiten, de uitdagingen voor de Europese defensie-industrie, en de delicate balans tussen militaire paraatheid, civiele weerbaarheid en democratische legitimiteit.

Door Harry Geels

Recent heeft de NAVO het voorstel aangenomen om 5% van het bbp te reserveren voor 'security broadly defined'. In de praktijk betekent dit een impliciete bestedingsverplichting van ongeveer 3,5 tot 5% van het bbp per NAVO-lid. Hoe realistisch is dat en wat zijn de risico's voor Nederland?

'Het grootste gevaar van dit beleid schuilt in bureaucratische verspilling en inefficiëntie. Er springen direct drie zaken in het oog. Ten eerste vergroot de richtlijn de gemiddelde prijsinflatie in de militaire sector. Ten tweede leidt de hardnekkige neiging van lidstaten om opdrachten nationaal te besteden, het zogenaamde 'oranje'-gedrag, tot verspilling. Ten derde is de civiele spin-off van militaire technologie historisch overschat. Een structurele toewijzing van 5% van het bbp aan veiligheid is daarom vrijwel onmogelijk zonder offers in andere domeinen, zoals onderwijs, zorg of infrastructuur. Zonder extra belasting-draagvlak betekent dit een last voor toekomstige generaties, via staatsschuld of belastingverhoging.'

De recente manoeuvre van Mark Rutte – de toevoeging van +1,5% extra defensiebudget – werd internationaal niet serieus genomen.

'Het was gênant en contraproductief. In de Oval Office lachten ze er hartelijk om. Erger is de Nederlandse zelfvoldaanheid: elke twijfel over de noodzaak van dit extra budget wordt door vrijwel alle politieke partijen weggewuifd. De NAVO als gemeenschap van waarden komt zo op het offerblok. Natuurlijk, een adequate afschrikking van Poetin is noodzakelijk en mag geld kosten. Maar de manier waarop dit gebeurt – nationale belangen boven efficiëntie, het koesteren van 'national champions' – is ten hemel schreiend. Het zal leiden tot verspilling van middelen en belastinggeld. Al in de jaren

'80 en '90 onderzochten mijn collega Paul Rusman en ik deze verspilling, van staatssecretaris Jan van Houwelingen tot de Cecchini-groep en de ambtelijke pijnbanken rond grote materieelprojecten. Decennia later is er nauwelijks iets ten goede veranderd.'

'Het risico bestaat dat nationale veiligheid gebruikt wordt als excuus om toch al geplande politieke en infrastructurele projecten te rechtvaardigen.'

Prof. dr. Ko Colijn

Prof. dr. Ko Colijn is Senior Onderzoeker bij Instituut Clingendael en Bijzonder Hoogleraar Internationale Betrekkingen aan de Erasmus Universiteit. Hij promoveerde aan de Universiteit Leiden op het Nederlandse wapenexport-beleid. Colijn publiceert regelmatig over defensie en terrorisme, is vaak te horen in media in België en Nederland, en was van 2011 tot 2016 Directeur van Instituut Clingendael.



De Amerikaanse ambassadeur bij de NAVO, Matthew Whitaker, waarschuwde in mei dat de extra defensie-uitgaven geen grabbelton mogen worden. Het 'koop-in-eigen-land'-gedrag van NAVO-lidstaten kostte alleen al in 2024 de belastingbetaler \$ 64 miljard.

'Het mooie van de +1,5%-truc is dat definities vaag zijn: infrastructuur, veilige computers, wegen voor tanks en vrachtwagens. Elk land mag dat creatief invullen. Voor Nederland kan dat tot 2035 bijna \$ 75 miljard betekenen. Politici kunnen bestaande uitgaven heretiketteren als defensie-gerelateerd. Toch wachten toekomstige kabinetten pijnlijke keuzes over bezuinigingen, schuldvergroting of belastingverhoging. De Europese politieke creativiteit wordt geïllustreerd door Italië, waar een brug naar Sicilië nu deels onder de noemer 'veiligheid' valt. Bizar, in Nederland kan zelfs een herleving van de Lelylijn, nu ludiek de 'Rutte-lijn' genoemd, als 'weerbaarheidsproject' door de beugel.'

De Europese defensie-industrie wordt vaak geprezen, maar in werkelijkheid is zij gefragmenteerd en technologisch achtergebleven bij de VS.

'Er zijn veertien grote marinewerven in Europa, waar drie zouden volstaan. Concentratie gebeurde vooral commercieel, niet politiek. Artikel 346 van het NAVO-verdrag beschermt nationalistische reflexen: formeel protectionistisch, maar politiek geaccepteerd. Initiatieven zoals een Europese Defensiecommissaris of een Europees Defensiefonds zijn onvoldoende om een geloofwaardig alternatief te bouwen. Lidstaten kiezen te

vaak nationaal en de Europese politieke wil is te zwak. Samenwerking bestaat wel, via Framework Nations, PESCO, de Nordic-5 en andere constructies, maar deze zijn vaak regionaal gekleurd, en semi-Europese grootmachten blijven het initiatief bepalen.'

Europa lijkt sinds het presidentschap van Trump te twifelen aan de Amerikaanse defensie-garantie. Is strategische autonomie haalbaar?

'Ruttes zelfvoldaanheid verandert niets: Artikel 5 verplicht lidstaten tot hulp, maar dat hoeft niet militair te zijn. De Verenigde Staten zullen binnenkort waarschijnlijk meer dan de helft van hun 120.000 Europese troepen naar de Pacific verplaatsen. Het IISS berekende dat als Europa dit 1-op-1 vervangt, dit tot 2035 een slordige \$ 250 miljard kost. Ondertussen werken grote Europese staten aan bilaterale deals, zoals Frankrijk met Duitsland en het VK, met 500 kernwapens als afschrikking. Duitsland combineert NAVO-verplichtingen met Franse samenwerking en conventionele langeafstandsraketten. Nederland blijft toeschouwer, terwijl de afhankelijkheid van de VS groot is. Dat is riskant, want een Amerikaanse terugtrekking zou kleinere landen, zoals Nederland, kwetsbaar maken.'

Het debat over NAVO-uitbreiding richting het oosten is gepolariseerd. Sommigen zien de mogelijke uitbreiding als oorzaak van Poetins agressie, anderen juist niet.

'Historica Mary Sarotte biedt een meesterlijke analyse. Tot aan Trumps tweede termijn deed de NAVO alles om buiten conflicten te blijven; daarna trad zij op, deels om Trump te temperen. Cruciaal zijn >

'Er moet gewerkt worden aan een Europees alternatief. Nederland mag niet wegkijken of gokken op een Amerikaanse president.'

‘Oekraïne leert ons dat elk land met eigen drones het vermogen heeft om een groter land overal te treffen.’

de onderhandelingen Baker-Gorbachov in 1990: de toezegging dat de NAVO ‘not one inch’ naar het oosten zou opschuiven in ruil voor de Duitse hereniging.

Voormalig president George Bush senior en de Republikeinen wilden die toezegging negeren en de NAVO coûte que coûte uitbreiden. Oost- en Centraal-Europese landen zagen de NAVO vervolgens als onmisbaar vangnet. En zo werd één plus één twee: snelle uitbreidingen in 1999 en 2004 vergrootten de afstand tussen de NAVO en Rusland drastisch. Sarotte concludeert dat een voorzichtiger, diplomatieker proces mogelijk conflicten had kunnen voorkomen, maar dat kansen werden gemist. Historisch onderzoek leert ons lessen, maar kan de huidige crisis niet oplossen: nu moet er geblust worden.’

Veiligheid gaat niet alleen over wapens; een weerbare samenleving is essentieel. Maar securitisering, iets ‘labelen’ als veiligheidsprobleem, kan democratische waarden onder druk zetten.

‘De 3,5-5%-truc van Rutte opent de deur naar gechicaneer, zoals de eerder genoemde Italiaanse Sicilië-brug. Het ministerie van Financiën inventariseert momenteel welke bestaande projecten onder deze dubieuze noemer kunnen vallen. Zoals gezegd kan zelfs de Lelylijn zo herleven. Het risico is dat nationale veiligheid gebruikt wordt om toch al geplande politieke en infrastructurele projecten te rechtvaardigen, wat de transparantie en de rechtsstaat inderdaad onder druk zet.’

Hoe ziet Europa er over tien jaar uit en welke rol moet Nederland spelen?

‘Europa moet tijd kopen: een harde 10- tot 15-jarige overeenkomst met de VS over de nucleaire paraplu is essentieel. Tegelijkertijd moet gewerkt worden aan een Europees alternatief. Nederland mag niet wegkijken of gokken op een Amerikaanse president. Belangrijke verdragen tussen het VK, Frankrijk en Duitsland illustreren hoe Europese grootmachten autonomie nastreven. Nederland moet zich aansluiten bij geloofwaardige initiatieven, zoals Framework Nations en PESCO, NAVO-ondersteunende bilaterale verdragen tussen het VK, Duitsland en Frankrijk, en actief meedoen aan multilaterale afspraken. Alleen zo kan het land zijn veiligheid garanderen zonder afhankelijk te blijven van Washington.’

Geven de drones in het luchtruim van NAVO-landen een nieuwe dynamiek aan de oorlogsdreiging?

‘Het buzz-woord van de laatste tijd is inderdaad drones. Sinds afgelopen zomer verdringen ze afzonderlijke oorlogen haast van de voorpagina en het scherm. Bronnen die het bijhouden, tellen meer dan 40 drone-incidenten

sinds begin september. De oorlog in (en tegen) Oekraïne heeft de drone-revolutie versneld, en je kunt wel stellen dat de oorlog nu in meerdere opzichten ‘grensoverschrijdend’ is geworden.

Drones hebben ook de oorlogvoering zelf drastisch veranderd. Nu vallen in Oekraïne 50% van de doden door toedoen van drones. Er is een ware wedloop ontstaan tussen Oekraïense en Russische drone-deskundigen, en tussen detectie-, verdedigings- en aanvalstechnologie, te land, ter zee en in de lucht. Het heeft van Oekraïne ook een proeftuin gemaakt, waar de NAVO haast een vragende partij is geworden. Veel westerse fabrieken die eerst militaire hulp aan Oekraïne gaven, kijken nu met belangstelling naar Oekraïense successen, want die halen vaak twee derde van Russische drones neer, terwijl onze dure F-35’s in het Poolse luchtruim maar 3 van de 20 Russische drones wisten neer te halen. ‘Vakkundig’ noemden Rutte en Schoof dat.

Wat begon als een Oekraïne-oorlog, groeit langzaam uit tot een steeds bredere NAVO-Rusland-oorlog. Het perspectief op de oorlog verandert. Oekraïne leert ons dat elk land met eigen drones het vermogen heeft om een groter land overal te treffen. Drones voegen in twee opzichten een nieuwe dimensie toe aan oorlogvoering: ze hybridiseren het oorlogvoeren, want ‘vlak onder de pijngrens’ van NAVO-artikel 5 zorgen ze alom voor angst. Die vorm van agressie noem je hybride oorlogvoering – ontwrichting en sabotage – en eigenlijk voorzien de oude defensieverdragen daar niet in. Meer toegespitst op Oekraïne: drones hebben van oorlogservaring ook een verdienenmodel van gemaakt. Zelfs Trump lijkt bereid om over moeilijke wapens een deal met Oekraïne te sluiten. Het belangrijkste is misschien wel dat de drone-revolutie de 3,5-5%-besluiten over NAVO-begrotingen op losse schroeven zet, want niemand weet hoe oorlogvoering er over 10 tot 15 jaar uit zal zien.’

Het recente extra defensiebudget illustreert de complexiteit van defensie-uitgaven.

‘Nederland en Europa staan op een kruispunt. ‘Afscheidspunt’ is geen goed Nederlands woord, maar zou toepasselijker zijn. Europa werkt aan strategische autonomie via bilaterale en multilaterale afspraken, PESCO en Framework Nations. NAVO-allianties blijven cruciaal, maar vertrouwen op Amerikaanse garanties alleen, is te riskant. Nederland kan niet toekijken; het moet actief aansluiten. Tegelijkertijd blijft civiele weerbaarheid en democratische legitimiteit essentieel. Extra defensiebudgetten moeten zorgvuldig worden besteed, verspilling moet worden voorkomen en keuzes moeten transparant blijven. De komende tien jaar zullen bepalen of Europa een geloofwaardig veiligheidsalternatief kan opbouwen of afhankelijk blijft van Washington.’ ■

Seminar 'Artificial Intelligence, Blockchain, Crypto & Digital Assets: kans of bedreiging voor je portefeuille?'

Datum: Donderdag 20 november 2025, van 13.30 tot 18.00 uur

Locatie: Amsterdam

AI is niet langer een verre belofte. Het verandert in rap tempo onze wereld, onze economie en de manier waarop we investeren. Voor family offices brengt deze technologische revolutie zowel ongekende kansen als complexe uitdagingen met zich mee. Wat betekent de opkomst van AI voor de samenleving in brede zin, voor de beleggingsindustrie, en specifiek voor uw family office?

Moet u voorzichtig zijn, of loopt u juist al achter als u nog niet actief AI-gedreven strategieën verkent?

Tijdens dit **exclusieve seminar voor family offices** op **donderdag 20 november** van **13.30 tot 18.00 uur** verkennen we de belangrijkste ontwikkelingen en vragen rond AI, waaronder:

- Hoe zal AI de economie en samenleving in de komende jaren transformeren?
- Welke rol gaat AI spelen in de toekomst van asset management en beleggingsbeslissingen?
- Horen digital assets (zoals crypto, tokens of blockchain-gebaseerde beleggingen) thuis in een goed gespreide portefeuille?
- Hoe kun je je portefeuille diversifiëren met digital assets zonder onnodig risico te lopen?
- Welke nieuwe risico's brengen AI en digitale assets met zich mee, zoals cyberdreigingen, fraude en verhoogde volatiliteit?
- Hoe identificeer je bedrijven die daadwerkelijk profiteren van AI?

Deze middag, onder leiding van **Pim Poppe**, Managing Partner en Lead Consultant bij Probability & Partners, biedt deskundige inzichten, praktische perspectieven en de mogelijkheid om van gedachten te wisselen met andere professionals.

Verschillende topsprekers zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Mariëtte Brouwer**, Founder, FindNFund
- **Andrew Chin**, Adjunct Professor, Cornell University
- **Jos Dirkx**, Chief AI Strategist, Turner
- **Dr. Evgenia Gvozdeva**, Ph.D., Managing Director, Head of Research, Russell Investments
- **Dr. Volker Flögel**, CIO, Managing Partner Quoniam Asset Management
- **Arnoud van Heuveln**, Supervisor Asset Management, Autoriteit Financiële Markten
- **Felix Mantz**, Director, AI and Innovation, Mercer
- **Valentijn van Nieuwenhuijzen**, Senior Investment Advisor
- **Tessa Sprokkel**, Senior Supervisor Asset Management, Autoriteit Financiële Markten
- **Jeroen Tielman**, Head of Institutional Relations, Theta Blockchain Ventures (by Theta Capital)
- **Martijn van Veen**, Managing Director & Partner, M11 Funds

Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij een family office, vereniging of stichting. Uw aanmelding is onderhevig aan goedkeuring van Financial Investigator en de partijen die dit seminar financieel mogelijk maken.

Meer informatie: <https://www.financialinvestigator.nl/seminar-20-11-2025>

In samenwerking met:



Mercer



Quoniam

Theta
Blockchain
Ventures

BY THETA CAPITAL

AI and quant investing: a smarter collaboration

Artificial intelligence is reshaping quantitative investing. Systematic asset managers use AI to refine factors, decode Fed language, and enhance research efficiency. Yet the partnership between humans and machines remains key.

By Dr Maximilian Stroh

Artificial intelligence (AI) has made dramatic advances in recent years, driven by progress in machine deep learning and, more recently, large language models (LLMs). Systematic asset managers have been using AI-related technology for almost two decades and remain early adopters of LLMs. While the potential is significant, there are also many concerns regarding a 'black box' approach to investing.

This article discusses the opportunities and limitations of AI in quantitative investing, focusing on a few examples.

The 'small data problem' in finance

Unlike domains such as image recognition or natural language processing, financial markets provide little clean and stationary data. Equity return series, for instance, only span a few decades, with structural breaks, such as the dot-com bubble, the GFC, and COVID, limiting comparability.

The dimensionality of the problem is vast: thousands of



stocks, hundreds of factors, and multiple layers of interaction across sectors, geographies, and time horizons. Statisticians call this the 'curse of dimensionality'. There is simply not enough data to reliably estimate highly complex models without overfitting.

Finally, intense competition in (almost) efficient markets makes it even harder to distinguish meaningful signals from noise in return predictions. As arbitrageurs and systematic strategies rapidly exploit identifiable patterns, any persistent edges tend to shrink. In practice, even real effects are easily swamped by noise, transaction costs, capacity limits and crowding. Only signals that survive stringent out-of-sample tests, robustness checks and economic-rationale screens should be trusted.

This explains why AI cannot easily be adopted in finance the same way it is used in other applications, where insights from training on larger data sets can be applied to new problems.

Instead, models must be carefully designed, validated, and constrained to ensure economic plausibility. It takes human experts to apply the technology effectively. Let's look at a few examples:

Example 1: Machine learning for large factor models in equities

Factor investing – building portfolios based on characteristics such as value, momentum, quality, or low volatility – has become a mainstream approach for stock selection. Although hundreds of factors exist, the small data problem limits quants to a few well-proven ones with economic rationale, typically combined in stable linear models. Yet few factors capture everything, and relationships rarely stay linear or constant, creating a trade-off between overfitting (losing stability & rationale) and underfitting (missing hidden factors / relationships).

This is where machine learning (ML) comes into play. ML can analyse many more factors than a human analyst could and model

nonlinear interactions and conditional effects across many dimensions.

We applied machine learning to a stock selection problem. Starting with around 100 well-established investment characteristics, we generated thousands of variations to build a more flexible 'structured' large factor model and compared it to a traditional linear model. Both performed similarly under realistic conditions but combining them yielded the strongest results, lifting the information ratio from 0.94 to 1.11.

AI can enhance more traditional factor models for stock selection, but the improvements are more evolutionary than revolutionary, and careful model engineering is required.

Example 2: LLM's and 'central bank speak'

In contrast to the small data problem entire models and financial forecasts face, it is often far easier to summarise unstructured data into input signals for models. LLMs are already trained on a massive corpora of financial and general language. Therefore, they can also analyse financial texts.

For example, central banks communicate regularly through speeches, press conferences, and minutes. In comparison to traditional approaches such as sentiment dictionaries, large LLMs can better capture nuance in tone, context, and forward-looking statements. They can interpret the Fed's (and other central banks') 'hawkish' or 'dovish' stance and how it's evolving over time. Such a 'Fed Speech Signal' can serve as powerful input into forecasts for asset

classes, equity risk premia, or currencies.

We applied LLMs to analyse central bank communications and generate long/short investment signals for sovereign bond futures across six countries for the time period January 2011 to April 2025. The results show that the LLM-based approach delivered a clear edge over traditional machine learning, achieving an annual return of 4.4% versus 2.7% for the traditional model. Although the LLM strategy exhibited slightly higher volatility, its superior information ratio (0.82 versus 0.59) highlights a stronger risk–return profile.

When both models were combined, performance improved further, delivering a 5.0% return and the highest information ratio of 1.0, underscoring the value of model diversification.

Example 3: Agentic models supporting the quant analyst

Beyond alpha generation, AI can also transform the workflow of quantitative analysts such as coding, testing models, cleaning data, and documenting results. This is where agentic AI systems – models that can reason step-by-step, interact with data, and generate executable code – are particularly promising.

Consider a quantitative analyst tasked with designing a new factor model. The process begins with idea generation – formulating a hypothesis such as combining earnings reports with stock price reactions to capture momentum effects.

Traditionally, implementation requires writing Python or R code, building data

pipelines, and validating regressions. The analyst must then test numerous variations, a process that can take hours of manual adjustments and fine-tuning before reaching a robust result.

An AI coding assistant can accelerate this process by generating code snippets, debugging errors, suggesting statistical tests, and even automating backtests. Instead of implementing every step, the analyst focuses on the conceptual design of the model, the interpretation of results, and the communication of insights to portfolio managers or clients.

This shift highlights a broader trend: AI reduces the friction of implementation, freeing human experts to spend more time on higher-order reasoning, creativity, and oversight.

Conclusion: AI as a tool, not a replacement

Artificial intelligence is transforming quantitative investing. Machine learning enhances factor models by uncovering new relationships and nonlinear effects, while large language models make unstructured data, such as central bank communications, usable for investment insights. Agentic AI tools streamline workflows, freeing quantitative analysts to focus on design and interpretation.

Challenges such as limited data, regime shifts, and the need for transparency and accountability ensure human oversight remains essential. Instead, AI marks the start of a new partnership, where technology and human judgment combine to advance systematic investing. ■



Dr Maximilian Stroh

CFA, Head of Research,
Quoniam Asset Management

SUMMARY

Because financial markets provide only limited and often unstable data, human insight remains indispensable.

AI enables powerful new approaches to factor modelling, but its impact should be seen as an evolution rather than an instant revolution.

Large language models can analyse and decode the subtle tone of Federal Reserve communications, revealing signals that were previously hidden.

Generative AI is transforming the way quantitative researchers work by dramatically increasing coding speed and overall research productivity.

AI is a game-changing ally. Those who adapt their workflows will lead the future of investing.

Advancing gender finance innovation in emerging markets

Gender-smart investing aims to advance equality and women's empowerment. Despite progress, challenges remain, especially in emerging markets. To make gender-smart investing go mainstream, issuers and investors must close data gaps, improve market infrastructure, and embed gender consistently across financial strategies.

By Luda Svystunova

Persistent gender disparities in economic opportunities and access to finance continue to constrain global growth and resilience, particularly in emerging markets (EM) where institutional barriers remain entrenched. According to the World Bank's 'Women, Business and the Law 2024' report, eliminating discriminatory laws and practices that hinder women's workforce participation could increase global GDP by over 20%, effectively doubling the global growth rate over the next decade.¹ Moreover, reducing gender employment gaps could raise GDP per capita by an average of 35%, with productivity gains from workplace diversity contributing over half of that value.²

Emerging markets face structural challenges, including demographic ageing, productivity slowdowns, and financial system fragmentation. In this context, the economic advancement of women emerges as a critical yet underleveraged solution. Women remain

underrepresented in formal labor markets and leadership roles across much of the EM universe, despite constituting a majority of the informal economy and unpaid care work. This exclusion is not merely a matter of equity but a significant macroeconomic inefficiency. Closing gender gaps in employment, education, and financial access could unlock transformative growth and strengthen resilience for developing markets.

Compounding the urgency is the demographic trajectory of many EM. Many of these countries are ageing rapidly, with rising old-age dependency ratios and declining working-age populations. Without an expanded labor force, these economies face shrinking tax bases and mounting social security burdens.³ The OECD and United Nations project that increasing female labor force participation is one of the few viable strategies to counteract the economic drag of ageing populations. In this context, women's inclusion is both a demographic and an economic imperative.⁴

Challenges and opportunities in gender-focused financial instruments

Financial instruments with a gender focus, such as social bonds, sustainability bonds, sustainability-linked bonds, and the emerging Orange Bonds framework, are increasingly recognized as viable tools to mobilize private capital in support of SDG 5: Gender Equality. However, the market for gender-focused bonds remains nascent. Structural challenges persist, including a lack of clear guidance on what qualifies as a gender bond, inconsistent transparency regarding use of proceeds, and limited standardization of impact reporting.

Many gender-themed bonds bundle SDG 5 alongside other goals, resulting in minimal clarity about the allocation of proceeds to gender-focused outcomes. Despite the proliferation of frameworks, investors and issuers report difficulty in applying them in practice, with limited consensus on a core set of gender key performance indicators (KPIs) or pathways for verification. This contributes to persistent uncertainty about what constitutes a credible gender-aligned instrument. Additionally, there is a perception that gender bonds are primarily the domain of development finance institutions (DFIs) or mission-driven investors. Broader engagement from mainstream institutional investors will be

'Closing gender gaps in employment, education, and financial access could unlock transformative growth and strengthen resilience for developing markets.'

essential to deepen the market and transition gender finance from a niche innovation to the market norm.

The next phase of gender finance innovation must move beyond isolated instruments to integrated strategies that position gender as a core driver of value, risk, and resilience. A key evolution is the recognition that gender impact need not be limited to use-of-proceeds bonds. Instead, the opportunity lies in using the bond as a catalyst while assessing the issuer holistically. Gender-focused bonds exist in various forms, with no one-size-fits-all model. Issuers should select instruments aligned with their capacity and strategic intent. For example, social bonds targeting women-led micro, small, and medium enterprises may be more suitable for financial institutions, while sustainability-linked bonds with gender KPIs may better fit corporate issuers seeking performance-based models. There are also opportunities to broaden gender metrics across bond structures, including green and infrastructure bonds, by asking how the financed projects will serve women's needs.

Building a robust ecosystem for gender-lens investing

Data clarity is fundamental to building investor trust, yet data limitations in EM continue to constrain market growth. Issuers often hesitate due to concerns about lacking robust metrics or sophisticated systems to track impact. However, requiring perfection upfront risks excluding early movers. The way forward is to appreciate and reward commitment and direction of travel, provided transparency is maintained. This approach encourages the use of credible proxies, disaggregated reporting where feasible, and time-bound commitments aligned with international frameworks. While many EM issuers lack disaggregated gender data, partnerships with development finance institutions, use of third-party verifiers, and leveraging standard frameworks can help reduce barriers.

Building institutional readiness is equally important, and internal alignment on gender remains a gap. Gender finance innovation must include capacity building across departments, providing not only technical assistance for frameworks but also strategic engagement to foster internal ownership and accountability.

Clarifying standards and expectations is another priority. Market participants

navigate multiple frameworks without consolidated guidance on what constitutes best practice. There is value in allowing innovation to respond to local needs. Progress will require greater convergence in principles and expectations, with sufficient flexibility for national contexts. This could involve establishing minimum reporting expectations while avoiding rigid enforcement of common KPIs across diverse markets. Standard-setters, DFIs, and market actors have a critical role in enabling interoperability while preserving integrity.

Shifting investor behaviour is essential to mainstream gender-lens investing. Until traditional investors begin to demand gender metrics with the same rigor as climate risk, gender finance will remain niche. Expanding investor education to demystify gender bonds will be vital to normalize gender as a lens for assessing financial performance and systemic resilience.

Scaling gender bonds requires ecosystem coordination beyond issuer-investor dyads. Stock exchanges, regulators, development banks, and advocacy groups play key roles. Collective action can include integrating gender into national taxonomies, incentivizing innovation through concessional finance, and enabling recognition systems for issuers demonstrating strong gender impact. Creating an ecosystem that de-risks participation, especially for first-time EM issuers, is critical. Engaging regulators to provide clear guidance and incentives will nudge issuers toward gender-inclusive investment practices.

Gender-lens investing in fixed income is transitioning from a pilot phase to pre-scale. The next stage of gender finance innovation is not about creating new products in isolation but embedding gender into the architecture of fixed income markets, the way capital is structured, evaluated, and deployed. Done thoughtfully, with issuer realities in mind and backed by credible standards and data practices, gender finance can evolve to a core component of sustainable development finance. ■



Luda Svystunova

Head of Social Research,
Amundi

SUMMARY

Gender disparities limit economic growth. Closing gaps could boost global GDP by 20%.

Financial instruments with a gender-focus are growing, including in EM, but face data transparency and standardization issues.

The next phase of gender-smart investing must move beyond isolated instruments to integrated gender strategies.

Traditional investor engagement, clear standards, and market coordination are vital.

Standard-setters, DFIs, and other ecosystem actors have a critical role in enabling interoperability and market growth in gender-lens investing.

- <https://wbl.worldbank.org/en/reports>
- International Monetary Fund. (2018) Staff Discussion Note: Economic Gains from Gender Inclusion: New Mechanisms, New Evidence. <https://www.imf.org/%7E/media/Files/Publications/SDN/2018/SDN1806.ashx>
- <https://population.un.org/wpp/>
- https://www.unwomen.org/sites/default/files/2025-01/e-cn.6-2025-3_sg-report-on-beijing30-advance-unedited-version-en.pdf; https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2018/07/the-long-view-scenarios-for-the-world-economy-to-2060_f3352d87/b4f4e03e-en.pdf

Shifting tides: EM equities back in focus

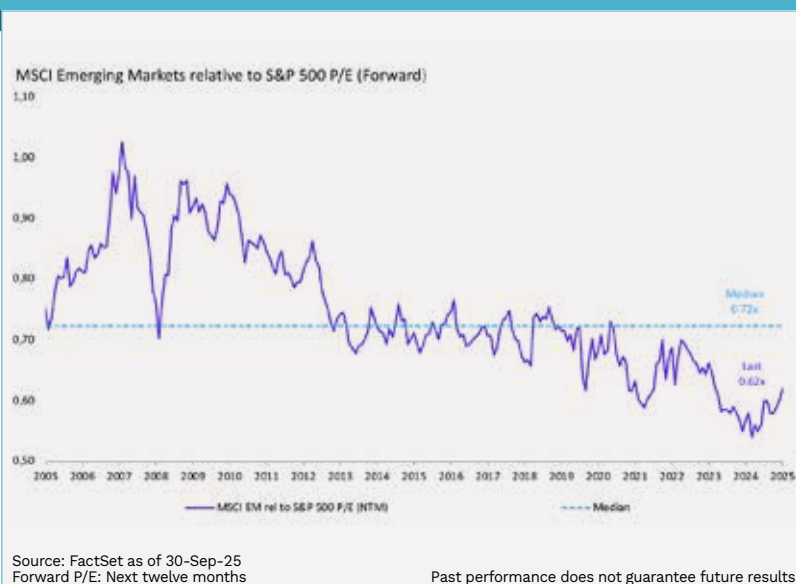
Global dynamics are shifting and emerging markets are at the heart of it. Driven by favourable macroeconomic dynamics, compelling valuations and a weakening US dollar, we explore why now may be the time to rethink your emerging market equities allocation.

By Alison Shimada

After a decade of relative underperformance, otherwise known as the 'lost decade', emerging market (EM) equities have captured the spotlight in 2025. The MSCI EM Index has delivered a robust 27.5% return year to date¹, outpacing many developed market (DM) peers. This resurgence is not a fleeting rebound, it reflects a structural shift in global dynamics that investors can no longer afford to ignore.

Whilst the shift took a little longer than expected, the strength of the rebound has exceeded our expectations. We believe the tipping point is here for the asset class and for what we like to call Emerging Markets 2.0: a phase of renewed growth and resilience, defined by stronger fundamentals.

FIGURE 1: RELATIVE VALUATIONS FOR EM IS AMONG CHEAPEST LEVELS IN 20 YEARS



Emerging Markets 2.0 is powered by several key developments:

- The waning of US exceptionalism: while the US remains a dominant force, its relative outperformance is moderating. This opens the door for investors to diversify into other regions.
- A weakening US dollar: historically, EM equities have outperformed during periods of dollar weakness. With the US Federal Reserve nearing the end of its tightening cycle, this trend is likely to continue.
- Structural growth drivers: from India's demographic dividend to China's technological innovation, EMs are home to some of the world's most dynamic economies.
- AI and the global supply chain: the rise of AI is not just a developed market story. EMs are integral to the AI supply chain, from semiconductors to rare earth materials, reinforcing their strategic importance.

For those of us who have been navigating emerging markets for decades, the recent momentum is a welcome change. Although it's prudent to be cautious, those key developments outlined suggest this isn't just a fleeting rally but a potential structural shift.

Valuations and shareholder returns

Valuations in EM equities remain compelling. The asset class trades at a significant discount to developed markets, with forward earnings (NTM) at 14.02 times and a price/book ratio of 1.88 times. But valuation alone isn't the story.

'We believe the tipping point is here for the asset class and for what we like to call Emerging Markets 2.0: a phase of renewed growth and resilience, defined by stronger fundamentals.'

‘The resurgence of EM equities is not a fleeting rebound, it reflects a structural shift in global dynamics that investors can no longer afford to ignore.’

A recent MSCI study, on which we partnered earlier this year, used three decades of data to highlight that total shareholder return in EMs is increasingly driven by capital return policies, investment quality and profitability consistency. The highest-performing companies were not necessarily the fastest-growing, but those that returned capital through dividends and maintained stable earnings.

This aligns with our investment philosophy: a risk-adjusted, total return approach with a bias towards dividend-paying companies. In a market where sell-side coverage has thinned after years of underperformance, active management is essential to uncovering ‘hidden gem’ opportunities.

The future is being built in EM

Technological innovation, infrastructure development and industrial upgrades are all at the heart of EM economies, and investing in these themes could bring multi-year gains. These are vibrant, rapidly growing economies with strong intellectual capital that don’t need the US or developed markets to create their own new products or technology, as was shown by the unveiling of China’s DeepSeek AI technology earlier this year.

EM countries are arguably well prepared for the AI revolution: Taiwan and Korea are the world’s leading chip manufacturers, and Taiwan and India are home to major data centres, while the power and raw materials to fuel the AI revolution will come from countries such as Korea, India, Mexico and China. Fintech, health care, telecommunications and medical equipment: these are all areas where rapid innovation and development are obvious within EM and all sectors where AI is likely to be rapidly

integrated and boost growth opportunities. Consumer staples are also an important EM investment theme, as are commodities and materials such as gold, silver, copper and oil.

Outlook on emerging markets

We remain constructive on the outlook for emerging markets, supported by several key factors: improved political visibility, accommodative policies and a favourable EM economic growth premium. Investor positioning in EM remains low, suggesting room for further upside as capital flows return to the asset class.

Whilst President Trump’s policies on tariffs and immigration present potential headwinds, many EM countries have large domestic markets capable of providing a buffer against global volatility. Many governments also retain the flexibility for fiscal adjustments to implement counter-cyclical measures if needed.

As long-term investors, we also believe that the current macroeconomic backdrop, combined with stronger fiscal health and improved governance, helps justify a re-rating of EM equities.

Despite their performance, EMs remain underappreciated and under-owned by global investors. As I like to say, ‘It’s not timing the market, but time in the market that matters.’ EMs may have been out of favour over the last decade, but we strongly believe now is the time to re-enter with a long-term perspective. ■

1 Source: Allspring, MSCI as at 30-Sep-25. Past performance is not indicative of future results.

Disclaimer

Allspring, as at 30-Sep-25, Past performance is not indicative of future results. This material is provided for informational purposes only and is for professional/institutional and qualified clients/investors only. Not for retail use outside the U.S. Recipients who do not wish to be treated as professional/institutional or qualified clients/investors should notify their Allspring contact immediately.

THIS CONTENT AND THE INFORMATION WITHIN DO 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 AND SHOULD NOT BE CONSIDERED INVESTMENT ADVICE, AN INVESTMENT RECOMMENDATION, OR INVESTMENT RESEARCH IN ANY JURISDICTION.

INVESTMENT RISKS: All investments contain risk. Your capital may be at risk. The value, price, or income of investments or financial instruments can fall as well as rise and is not guaranteed. You may not get back the amount originally invested. Past performance is not a guarantee or reliable indicator of future results.

Allspring Global Investments™ (Allspring) is the trade name for the asset management firms of Allspring Global Investments Holdings, LLC, a holding company indirectly owned by certain private funds of GTCR LLC and Reverence Capital Partners, L.P. These firms include but are not limited to Allspring Global Investments Luxembourg, S.A.; Allspring Funds Management, LLC; Allspring Global Investments, LLC; Allspring Global Investments (UK) Ltd.; Allspring Global Investments (Singapore) Pte. Ltd.; Allspring Global Investments (Hong Kong) Ltd.; and Allspring Global Investments (Japan) Ltd.

Unless otherwise stated, Allspring is the source of all data (which is current or as of the date stated). Content is provided for informational purposes only. Views, opinions, assumptions, or estimates are not necessarily those of Allspring or their affiliates and there is no representation regarding their adequacy, accuracy, or completeness. They should not be relied upon and may be subject to change without notice.

ALL-10202025-trpasmq4

© 2025 Allspring Global Investments Holdings, LLC. All rights reserved.



Alison Shimada

Head of Total Emerging Markets Equity,
Allspring Global Investments

SUMMARY

EM equities are outpacing DMs.

EM equities are resurgencing as ‘Emerging Markets 2.0’, presenting a potential structural shift.

Valuations remain attractive relative to DM peers, with strong shareholder return dynamics.

EMs remain under-owned and offer investors significant diversification benefits.

Obligaties zijn weer een stabiele en renderende portefeuille-bouwsteen

Obligaties zijn hard op weg om na de renteschok van 2022 hun vaste plaats in de beleggingsportefeuille te heroveren. Chris Iggo, Chief Investment Officer Core Investments bij AXA Investment Managers (onderdeel van BNP Paribas) vertelt waar de kansen liggen en door welke factoren de obligatieopmars in een stroomversnelling zou kunnen komen.

Door Michiel Pekelharing

Na de heftige stijging van de rente drie jaar geleden zijn veel beleggers nog huiverig om vol in vastrentende waarden te stappen. In hoeverre hebben investeerders een realistisch beeld van de rol die obligaties in hun portefeuille kunnen spelen?

‘Ik denk dat we langzaam weer in een normaal obligatieklimaat terechtkomen. De ‘rate reset’ van drie jaar geleden was heftig. Veel obligaties met een langere looptijd hebben de verliezen nog niet volledig goedgemaakt. Daardoor leeft er nog steeds een soort negatieve herinnering, alsof obligaties per definitie risicovol zijn. Maar dat beeld klopt niet meer. De obligatierendementen liggen nu op een niveau dat we in meer dan tien jaar niet gezien hebben, terwijl de kans op een

nieuwe renteschok klein is. In Europa heeft de ECB de rente al meerdere keren verlaagd en de markt verwacht dat de beleidsrente in de Verenigde Staten nog dit jaar verder daalt. Zelfs in het Verenigd Koninkrijk kan de Bank of England binnen zes maanden ruimte zien om te versoepelen. Dat alles maakt de rentecurves steiler en de reële rendementen aantrekkelijker. We zien nu de fase waarin beleggers weer beseffen dat obligaties een stabiele, inkomsten genererende bouwsteen vormen in de portefeuille.’

Dus obligaties gaan hun status als veilige haven terugwinnen?

‘Dat herstel is duidelijk zichtbaar. Wij zien stevige instromen in onze obligatiefondsen, vooral in strategieën met een korte looptijd. Beleggers willen rendement, maar zonder het renterisico van obligaties met een langere looptijd. Producten met een gemiddelde looptijd van twee tot drie jaar zijn enorm populair. Die leveren een mooie ‘carry’ op en daarbovenop komt een beetje koerswinst, doordat centrale banken de rente verlagen. Over de hele linie presteert de obligatiemarkt weer in lijn met historische gemiddelden. Wat nog ontbreekt, is de ultieme test van een flinke aandelencorrectie. Zolang die uitblijft, weten we niet of obligaties weer het krachtige diversificatiemiddel zijn dat ze ooit waren. Maar ik verwacht dat bij de volgende aandelen-sell-off de kapitaalstroom richting obligaties enorm zal zijn.’

Het 60/40-portefeuillemodel dat jarenlang als gouden standaard gold in de beleggingswereld werd door verschillende strategen doodverklaard na de rente-omslag. Is dat misschien wat voorbarig?

‘Zeker. Het 60/40-model is terug van weggeweest. Wij hebben simulaties uitgevoerd van wat een gespreide portefeuille over twintig tot dertig jaar oplevert als je periodiek herbalanceert. Dat komt nog altijd neer op rond de 10% per jaar. De ‘rate reset’ heeft dit plaatje tijdelijk verstoord. Inmiddels ligt de rente weer op een gezonder niveau, waardoor de balans tussen risico en rendement is hersteld. Obligaties dragen weer structureel bij aan totaalrendement én risicospreiding.

Eerlijk gezegd maak ik me nu meer zorgen over de 60% die beleggers in aandelen houden. Dat geldt helemaal voor aandelen

‘De combinatie van een aantrekkelijke carry en beperkte durationrisico’s maakt de korte looptijd momenteel de ‘sweet spot.’

‘Het grote risico is dat de Federal Reserve onder politieke druk de rente te snel verlaagt, vooral als Donald Trump weer invloed krijgt op het beleid.’

in de Verenigde Staten, waar waarderingen hoog zijn en de markt extreem afhankelijk is van een handvol technologieaandelen. Een aandelen-correctie zou voor obligatiebeleggers ironisch genoeg goed nieuws zijn, omdat dit de aantrekkelijkheid van fixed income verder zou vergroten.’

Waar komt het huidige obligatierendement precies vandaan? En welke segmenten springen eruit?

‘Het grootste deel van het totale rendement is inkomen uit de coupon in plaats van uit koersstijgingen. Dat is precies zoals obligaties bedoeld zijn. De beste prestaties zagen we bij high yield-leningen en schuld-papier uit opkomende markten, simpelweg omdat het aanvangsrendement daar hoog lag. Maar ook kortlopende investment grade-obligaties en inflatie-gelinkte obligaties deden het goed. De korte kant van de yieldcurve heeft de lange duidelijk overtroffen, mede doordat beleggers sceptisch zijn over de houdbaarheid van de staatsfinanciën op de langere termijn.

De combinatie van een aantrekkelijke carry en beperkte durationrisico's maakt de korte looptijd momenteel de 'sweet spot'. Tegelijkertijd zijn kredietspreads wel erg smal geworden. Beleggers krijgen weinig extra vergoeding voor het risico dat ze lopen met bedrijfsobligaties, terwijl de totale schuldenlast van ondernemingen toeneemt. Dat maakt me wat voorzichtiger. Er is een punt waarop krediet en aandelen te duur worden in verhouding tot hun risico. Wij richten ons daarom op kwaliteit. Dat zijn investment grade-obligaties van bedrijven met robuuste balansen en voorspelbare kasstromen.’



CV

Chris Iggo

Chris Iggo is Chief Investment Officer voor Core Investments en voorzitter van het AXA IM Investment Institute bij AXA Investment Managers (onderdeel van de BNP Paribas-groep). In zijn functie brengt Iggo de inzichten van de teams Research, Quant Lab en Responsible Investment samen ten behoeve van alle portefeuillebeheerders in alle asset classes. Voordat hij bij AXA IM in dienst trad, was hij vijf jaar lang Hoofd Strategie bij Cazenove Fund Management. Daarvoor werkte hij vier jaar bij Barclays Capital. Iggo heeft zowel een MSc als een BSc in Economie van de Universiteit van Londen.

De politiek lijkt een steeds grotere rol te spelen in de obligatiemarkt. Hoeveel zorgen moeten we ons maken over het begrotingsbeleid en de oplopende schuldniveaus?

‘Veel. De duration-premie in staats-obligaties wordt tegenwoordig meer bepaald door politiek dan door inflatieverwachtingen. In Frankrijk bijvoorbeeld kan de regering nauwelijks nog coalities vormen om een budget goed te keuren, wat tot hogere spreads leidt. In het VK wacht men in november op een nieuwe begroting. De kans is groot dat belastingen dan toch omhoog moeten, ondanks eerdere belofte. En in de VS is het begrotingsbeleid ronduit los-geslagen. Beleggers zien dat en eisen een hogere rente als compensatie. Dat verklaart waarom de spreads tussen landen groter worden. We zullen vaker ‘mini-Truss-momenten’ zien, waarin markten plotseling het vertrouwen verliezen, zoals drie jaar geleden gebeurde in het VK toen premier Liz Truss een heel krakkemikkige begroting indiende. Eigenlijk gebeurt dat nu al een beetje in Frankrijk. De rentes liggen daar hoger dan in Italië of Spanje. Vijf jaar geleden was dat echt ondenkbaar. Politici weten intussen dat de obligatiemarkt niet te negeren valt. De nieuwe premier van Japan zei zelfs expliciet: ‘Ik ben geen Liz Truss’. Dat zegt alles over hoe gevoelig regeringen zijn geworden voor de reactie van beleggers.’

Zijn staatsobligaties dan nog aantrekkelijk? Of moeten beleggers hun heil zoeken in bedrijfsobligaties?

‘Eigenlijk allebei, maar dat antwoord moet ik wel wat nuanceren. Ondernemingen met een hoge kredietwaardigheid staan er financieel vaak beter voor dan overheden. Een spread van honderd basispunten boven staatsleningen is nog steeds aantrekkelijk, zeker als je dat rendement over meerdere jaren kunt herbeleggen. Maar voor high yield- of sterk geleveragede obligaties is het een ander verhaal. Daar is de vergoeding voor het risico beperkt. Kijk naar de recente problemen in de markt voor leveraged loans. De complexe, weinig transparante structuren daar doen me denken aan de periode vóór de financiële crisis. Die hoek van de markt kan nog voor onrust zorgen. Onze voorkeur ligt daarom bij kortlopende, goed gestructureerde bedrijfsobligaties. Aan de overheidskant zien we vooral waarde in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, waar 10 jaars-rentes rond hun faire waarde liggen van ongeveer 4% à 5%. Dat komt overeen met de nominale bbp-groei. Duitse Bunds zijn nog wat duur vanwege hun ‘safe-haven’-status. Frankrijk en het VK hebben juist iets hogere rentes dan gerechtvaardigd, vanwege negatieve sentimenten rond hun begrotingen. In onze portefeuilles blijven we iets korter in looptijd gepositioneerd om het risico van verdere rentestijgingen te beperken.’

Ondertussen is de Bank of Japan begonnen met het verhogen van de rente. Is een verandering in de carry trade iets waar obligatiebeleggers en andere investeerders zich zorgen over moeten maken?

‘Japan is een speciaal geval. Het land kan al decennia een hoge staatsschuld dragen omdat er een enorme binnenlandse spaarbasis is. Pensioenfondsen en verzekeraars kopen het grootste deel van de staatsleningen zelf. Omdat vergrijzing de vraag naar langlopende obligaties verkleint, verandert dat wel. Die verandering gaat echter heel langzaam. De Bank of Japan probeert voorzichtig te normaliseren, maar loopt het risico te hard te reageren op een tijdelijke inflatiepiek. Mocht de Japanse rente structureel stijgen, dan zou dat buiten-

‘Negatieve rentes? Die komen niet meer terug. Dat beleid heeft het vertrouwen in spaargeld en prijsmechanismen uitgehold. Die fout maakt niemand nog eens.’

landse markten kunnen raken. In dat scenario zouden Japanse beleggers minder in Amerikaanse of Europese staatsleningen beleggen, wat daar tot hogere rentes leidt. Ook de yen zou dan appreciëren. Voorlopig is dat nog niet het geval, maar het is een belangrijk aandachtspunt voor 2026. Wat vaak wordt overschat, is de rol van particuliere Japanse beleggers in wereldwijde kapitaalstromen. Hun buitenlandse obligatie-aankopen volgen vooral de activiteiten van Japanse verzekeraars in die landen, niet speculatieve geldstromen. Dus ja, Japan is relevant, maar vormt geen directe bedreiging.’

Als u vooruitkijkt naar 2026, waar liggen de grootste kansen en risico's voor obligatiebeleggers?

‘Op korte termijn draait alles om de carry, oftewel het inkomen uit obligaties. Dat blijft aantrekkelijk in kortlopende high yield- en investment grade-obligaties. Naarmate de Amerikaanse renteverlagingen dichterbij komen, komt er ook een moment waarop langere looptijden interessant worden. Voorlopig is een Amerikaanse 10 jaars-Treasury met 4,2% rente nog niet spannend genoeg, maar richting 5% verandert dat. Het grote risico is dat de Federal Reserve onder politieke druk de rente te snel verlaagt, vooral als Donald Trump weer invloed krijgt op het beleid. Te lage rentes kunnen inflatie opnieuw aanwakkeren. En dan is de volgende cyclus van verkrapping snel een feit. Daarom zijn we enthousiast over de inflatie-gelinkte obligaties als bescherming. In Europa speelt bovendien dat China via lagere exportprijzen deflatie exporteert. Dat drukt de Europese inflatie en kan de ECB dwingen nog verder te versoepelen, tot misschien een deposito-rente van 1%. Maar negatieve rentes? Die komen niet meer terug. Dat beleid heeft het vertrouwen in spaargeld en prijsmechanismen uitgehold. Die fout maakt niemand nog eens.’ ■

IN HET KORT

Obligaties zullen weer een stabiele kern van beleggingsportefeuilles worden nu rentes normaliseren en inkomstenrendementen stijgen.

Korte looptijden bieden momenteel de beste balans tussen rendement en risico. De ‘sweet spot’ ligt bij investment grade-leningen met sterke balansen.

Politiek beleid bepaalt steeds vaker de renteversillen tussen landen. Beleggers zoeken kwaliteit terwijl centrale banken richting 2026 voorzichtig versoepelen.

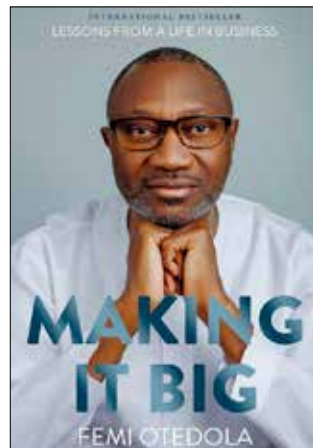


1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History – and How It Shattered a Nation

Dit boek gaat dieper in op de beurscrash van 1929 en onderzoekt het menselijke drama, de systeemfouten en de parallellen met de moderne financiële dynamiek.

Andrew Ross Sorkin,
Random House Large Print

<https://tinyurl.com/2e7pvf76>

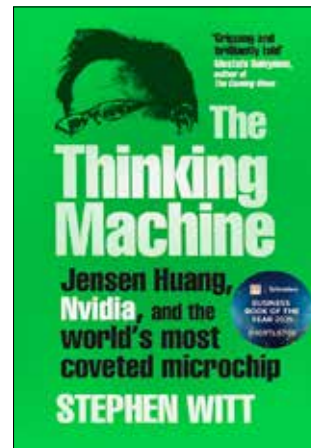


Making It Big: Lessons from a Life in Business

Femi Otedola, een Nigeriaanse ondernemer, investeerder en filantroop, combineert zijn memoires met zijn businesslessen, van af zijn bescheiden begin tot aan zijn status als miljardair.

Femi Otedola,
FO Books

<https://tinyurl.com/2mawbtb5>

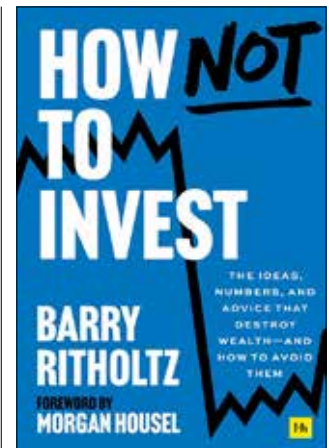


The Thinking Machine: Jensen Huang, Nvidia, and the World's Most Coveted Microchip

Dit boek onderzoekt de opmars van Nvidia onder CEO Jensen Huang en verkent de strategische keuzes van het bedrijf en de impact ervan op de tech-industrie.

Stephen Witt,
The Bodley Head Ltd

<https://tinyurl.com/ydme3y8j>



How Not to Invest: The Ideas, Numbers, and Behaviors That Destroy Wealth – and How to Avoid Them

Een kritische blik op veelgemaakte beleggingsfouten en hoe deze te vermijden, met inzichten in gedragingen en strategieën die financieel succes kunnen ondermijnen.

Barry Ritholtz,
Harriman House Publishing

<https://tinyurl.com/4d2pmezr>



PAPERS

Exploiting Myopia: The Returns to Long-Term Investing

Dit artikel, dat zich richt op de voordelen van langetermijnbeleggingsstrategieën, is meer dan 1.800 keer gedownload, wat wijst op een grote belangstelling onder beleggingsprofessionals.

Kalash Jain & Dian Jiao,
Columbia Business School
Research Paper No.5464715
– 16 September 2025

<https://tinyurl.com/2nc8djee>



Can LLM-based Financial Investing Strategies Outperform the Market in the Long Run?

In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre op Large Language Model (LLM) gebaseerde beleggingsstrategieën op langere termijn beter presteren dan traditionele marktbenaderingen.

Weixian Waylon Li, Hyeonjun Kim, Mihai Cucuringu, Tiejun Ma,
arXiv – 10 August 2025

<https://tinyurl.com/ypyujwkw>



Monetary Policy in an Age of Scarcity

Dit artikel onderzoekt de effectiviteit van monetair beleid in de context van schaarste aan hulpbronnen en analyseert de impact ervan op inflatie en economische stabiliteit.

Jamie Rush, Dan Hanson, Maeva Cousin,
ResearchGate – August 2025

<https://tinyurl.com/swsc8s3y>



Monetary Policy Spillovers from the USA to Advanced and Emerging Economies

Dit onderzoek analyseert de wereldwijde effecten van het monetaire beleid van de VS en hoe beleidswijzigingen de economieën in zowel ontwikkelde als opkomende markten beïnvloeden.

M.M. Islam Chowdhury and Apostolos Serletis,
Empirical Economics – August 2025

<https://tinyurl.com/43s5b337>



Duurzame obligatiemarkt wordt volwassen

Door Manno van den Berg Fotografie Cor Salverius Fotografie



In het kielzog van green en social bonds verschijnen steeds meer duurzame labels voor obligaties. Zoals blue en orange bonds, die zich richten op projectfinanciering in respectievelijk water- en gender-thema's. De toename van het aantal labels is een teken dat de markt voor duurzame en sociale obligaties volwassen wordt. Tegelijkertijd zijn er zorgen over de negatieve gevolgen van fragmentatie.

Het succes van green bonds, obligaties die duurzame projecten financieren, valt niet te ontkennen. De uitstaande waarde van deze obligaties bedroeg eind 2024 wereldwijd bijna \$ 3.000 miljard: zes keer meer dan in 2018. Vooral bij de aanpak van klimaatverandering en financiering van hernieuwbare energie spelen green bonds een cruciale rol. Ze zijn echter onderdeel van een veel grotere duurzame obligatiemarkt, met labels als green, social, sustainability, en sustainability-linked.

In 2024 gaven overheden en bedrijven volgens ontwikkelingsbank IFC voor meer dan \$ 1.000 miljard van deze GSSS-obligaties uit, 3% meer dan het jaar ervoor. Een bescheiden groei. Opkomende landen zagen een duidelijke dip in het uitgiftevolume en dit jaar kreeg het segment politieke tegenwind in de VS. Zit de markt in een consolidatiefase? Is er nog veel groeipotentie? Zijn er obstakels voor die groei? Wat voegen nieuwe duurzame labels zoals blue en orange eigenlijk toe?

Deze en andere vragen kwamen aan de orde in een rondetafelgesprek, waarvoor Financial Investigator eind september zeven experts uitnodigde. Gespreksleider Sevinç Acar, Head of Public Markets bij NN Group, opende de levendige discussie met een verwijzing naar de pioniersrol van green bonds.

Welke lessen kunnen we leren van green bonds voor andere impact-obligaties, zoals blue bonds, transition bonds, social bonds en orange bonds?

Gwennaële Bruning: 'De belangrijkste les is dat je een sterk institutioneel kader nodig hebt. De regelgeving rond ESG, met name de EU-taxonomie, was instrumenteel in de

groei van green bonds. Ook voor social bonds zou een vergelijkbare taxonomie enorm nuttig zijn.'

Mitch Reznick: 'Regelgeving kan inderdaad het vertrouwen aan de kapitaalmarkten geven dat nodig is voor schaalvergroting. Overregulering kan echter ook barrières creëren. Dat is mijn zorg met de EU-taxonomie. Liever een imperfecte markt met voldoende schaal, waar beleggers zelf beslissen over obligaties die niet aan bepaalde criteria voldoen, dan een perfecte maar te kleine markt.'

Jessica Zarzycki: 'Doe een stap terug en bedenk waarom green bonds zijn aangeslagen, namelijk vanwege de mogelijkheid om kapitaal in specifieke projecten te kunnen investeren en de resultaten van die investering te meten. Dat is anders dan op aandelenmarkten. Gelabelde obligaties zijn een krachtig instrument voor opschaling. Ik ben het met mijn voorganger eens: overregulering kan innovatie en groei belemmeren. Als we hadden gewacht op regelgeving of een taxonomie, hadden we nooit in de eerste blue bonds van overheden geïnvesteerd of in projecten rond biodiversiteit en natuurbehoud. Fixed income is een van de beste manieren om impact te realiseren en kapitaal op te schalen.'

Anahi Machado: 'Een van de lessen is dat het niet alleen om het onderliggende investeringsproject gaat, maar ook om de geloofwaardigheid en het commitment van de emittent. Daarnaast is in de vastrentende markt performance altijd belangrijk. Om voldoende kapitaal aan te kunnen trekken, niet alleen nichekapitaal, moet je performance leveren.'

Hoe passen social bonds in een ESG- of impactbeleggingsstrategie? Welke rol kunnen ze spelen voor pensioenfondsen en hun doelstellingen?

Robbert Lammers: 'Ze zijn een van de instrumenten in de toolkit om deze doelen te bereiken. Je kunt de financiering er duidelijk mee afbakenen en ze bieden een aanknopingspunt om gesprekken met bedrijven te starten. Bovendien helpen de raamwerken van gelabelde obligaties bij het identificeren en afbakenen van projecten en investeringen die het beste onze sociale of ecologische doelen ondersteunen.'

Michiel de Bruin: 'Social bonds kunnen een cruciale rol spelen bij het aanpakken van >

Voorzitter:

Sevinç Acar
NN Group

Deelnemers:

John Amoasi
Neuberger Berman
Michiel de Bruin
Robeco
Gwennaële Bruning
Achmea Investment
Management
Robbert Lammers
MN
Anahi Machado
DPAM
Mitch Reznick
Federated Hermes
Jessica Zarzycki
Nuveen Fixed Income



VOORZITTER

Sevinç Acar

Sevinç Acar is Hoofd van Public Markets bij NN Group. In deze functie is zij verantwoordelijk voor de publieke vastrentende producten en aandelen van de beleggingsportefeuille van het bedrijf. Hiervoor was zij Investment Director Vastrentende Waarden bij PGGM. Ze heeft een Master in Bedrijfseconomie van de Universiteit Maastricht.



John
Amoasi

John Amoasi, Senior Vice President, trad in 2022 in dienst bij Neuberger Berman als Stewardship & Sustainable Investing Specialist binnen het Emerging Markets Debt-team. Eerder werkte hij bij Franklin Templeton als Senior Sustainable Investment Specialist en bij Legg Mason, Goldman Sachs en PIMCO als Fixed Income Product Specialist. Hij heeft een Master in Chemical Engineering van UCL, is CFA Charterholder en heeft het CFA ESG Investing-certificaat.



Michiel
de Bruin

Michiel de Bruin is Hoofd Global Macro en Portefeuillemanager bij Robeco, verantwoordelijk voor de green bond-, global aggregate- en euro staatsobligatiefondsen. Met ruim drie decennia ervaring bekleedde hij diverse leidinggevende functies bij BMO Global Asset Management in London en Deutsche Bank in Amsterdam. Hij is CEFA-charterhouder, en behaalde diploma's aan de VU Amsterdam en de Hogeschool van Amsterdam.



Gwennaële
Bruning

Gwennaële Bruning is sinds 2014 Hoofd van het Credit-team bij Achmea Investment Management. Onder haar leiding zijn diverse credit- en impactgerichte strategieën ontwikkeld. Van 2009 tot 2014 werkte zij bij Achmea Group, waar zij verantwoordelijk was voor de vastrentende portefeuilles van de verzekeringsmaatschappijen. Eerder werkte zij bij AXA Investment Managers en NN Investment Partners. Bruning studeerde Economie aan de Universiteit van Amsterdam.



Robbert
Lammers

Robbert Lammers is Senior Adviseur Verantwoord Beleggen en sinds 2018 werkzaam bij MN. Binnen het One Portfolio-team is hij als specialist op het gebied van ESG-integratie en impact-investeringen nauw betrokken bij het fiduciair advies en beheer van de fixed income-portefeuilles van pensioenfondsen. Lammers studeerde Internationale Politieke Economie in Groningen en deed eerder ervaring op bij TKP Investments.



Anahi
Machado

Anahi Machado trad in 2011 in dienst bij Degroof FMC, de voorloper van DPAM, als beheerder van vastrentende fondsen. Daarvoor werkte ze bij BNY Mellon als Market Controller Corporate Actions. Machado begon haar carrière in 2005 bij Eurochambers als Financieel Analist. Zij behaalde een Master-diploma in Managementwetenschappen aan de Louvain School of Management. Machado is ook houder van het ICMA Fixed Income-certificaat.



Mitch
Reznick

Mitch Reznick trad in februari 2010 in dienst bij Federated Hermes als Head of Research binnen het Credit-team, voordat hij van 2012 tot 2019 Co-Head of Credit werd. In 2019 werd hij daarnaast Head of Sustainable Fixed Income en co-manager van het Federated Hermes Global High Yield Credit Engagement Fund. In mei 2024 werd Reznick benoemd tot Group Head of Fixed Income – London.



Jessica
Zarzycki

Jessica Zarzycki is Lead Portfoliomanager voor de Global Core Impact-strategie en co-Portfoliomanager van de Global Credit Impact-, U.S. Core Impact Bond-, Green Bond- en Short Duration Impact Bond-strategieën bij Nuveen Fixed Income. Ze was in 2020–2021 lid van de ICMA Advisory Board, die het Executive Committee adviseert. Daarnaast maakt ze deel uit van het Steering Committee voor de Orange Bond Principles.

‘Green bonds hebben een vergelijkbare performance geleverd als niet-gelabelde, soortgelijke obligaties. Een belangrijke conclusie.’

‘Ik denk niet dat steeds meer fragmentatie positief is voor de groei van de markt. Institutionele beleggers hebben belang bij uniforme marktstandaarden.’

een van de grootste problemen momenteel: het gebrek aan huisvesting. Dat is ook goed schaalbaar. Wat betreft performance: ik beleg sinds 2012 in green bonds en de resultaten hebben nooit teleurgesteld. Green bonds hebben een vergelijkbare performance geleverd als niet-gelabelde, soortgelijke obligaties. Een belangrijke conclusie.'

Bruning: 'Inderdaad, financiële resultaten zijn belangrijk. Maar social bonds bieden pensioenfondsen ook een toegankelijk pad naar een veelvoud van sociale projecten, van gezondheidszorg tot toegang tot schoon water, betaalbare huisvesting en verschillende vormen van sociale cohesie. De kredietkwaliteit is solide: doorgaans investment grade, goed vergelijkbaar met green bonds.'

Moeten we de richtlijnen afzwakken ten opzichte van ontwikkelde markten om de groei in green bonds in opkomende markten te stimuleren?

John Amoasi: 'Ik denk niet dat we de richtlijnen hoeven te versoepelen, want ze zijn momenteel al flexibel genoeg bij het uitgeven van gelabelde obligaties. Wel vind ik het belangrijk om opkomende markten iets meer speelruimte te geven dan ontwikkelde markten als het gaat om duurzaamheidsdoelstellingen. Daarnaast moeten we ons richten op het verlagen van de kosten die bedrijven in opkomende markten betalen om deze duurzame projecten te financieren. Misschien dat blended finance daar een rol in kan spelen.'

Lammers: 'Het is belangrijk om de keuzes van emittenten in opkomende landen in de juiste context te bekijken. In ontwikkelde markten worden green bonds gebruikt om bestaande infrastructuur te vervangen en groener te maken. In opkomende landen zijn infrastructuurinvesteringen meer gericht op nieuwbouw en uitbreiding, om bijvoorbeeld de energiezekerheid te verbeteren. Hou rekening met de context waarin emittenten in opkomende markten proberen hun doelen te bereiken.'

Bruning: 'Maar wat beschouw je als opkomende markten? China loopt waarschijnlijk voor op ons in de energietransitie. Dus waarom zou je criteria versoepelen of prestatiedoelen verlagen?'

Machado: 'In deze context denk ik ook aan het belang van overheidssteun. Die steun helpt om de kosten te verlagen en ook capaciteit op te bouwen. Dat is belangrijker

'Een van de voordelen van blended finance is niet alleen het verlagen van risico's, maar ook de toegang tot experts.'

dan normen versoepelen. We kunnen normen wellicht wel gefaseerd invoeren en verrijken met regionale beleidslijnen en taxonomieën. Als we nu dezelfde principes toepassen als in ontwikkelde markten, zouden we deze lokale projecten niet kunnen financieren.'

De Bruin: 'Ik denk ook dat regionale taxonomieën daarom een goed idee zijn, als leidraad om green bonds in opkomende markten te beoordelen. Wellicht kunnen we iets minder stringent zijn in de rapportagevereisten, omdat het voor sommige opkomende economieën meer investeringen zal vergen om aan de westerse standaarden te voldoen.'

Lammers: 'Opkomende markten hebben dringend kapitaal nodig om het grote financieringsstekort voor de energietransitie te dichten, maar ook om bijvoorbeeld de groeiende problemen rond biodiversiteitsverlies aan te pakken. Bedrijven en overheden in deze landen hebben echter minder governance-capaciteit dan die in ontwikkelde markten, dus het kan juist extra belangrijk zijn om de richtlijnen voor deze gelabelde obligaties wel onverminderd toe te passen.'

Blue bonds winnen terrein als financieringsinstrument voor de 'blue economy', ter ondersteuning van het behoud en herstel van oceanen en maritieme leefomgevingen. Hoe kunnen we de uitgifte opschalen?

Zarzycki: 'We waren betrokken bij de eerste blue bond, uitgegeven door de Seychellen in 2018 met een omvang van \$ 15 miljoen, gericht op natuurbehoud, ecotoerisme en duurzame visserij. Dit was een blended finance-structuur met de Wereldbank. Uitgiftes opschalen in opkomende markten, vooral in regio's waar je minder bekend mee bent, is een uitdaging. Een van de voordelen van blended finance is niet alleen het verlagen van de risico's, maar ook de toegang tot experts. Inmiddels zijn er een aantal grotere uitgiftes van blue bonds door overheden geweest.'

Amoasi: ‘We hebben deelgenomen aan enkele van de grotere emissies van blue bonds. De markt is nog relatief klein: minder dan \$ 20 miljard. We kijken naar uitgiftes vanaf ongeveer \$ 500 miljoen vanwege de liquiditeit. Kleinere uitgiftes passen niet bij onze portefeuilles. Maar het is een belangrijk segment waar we in de toekomst groei willen zien bij bedrijven en overheden.’

Reznick: ‘Ontwikkelingsbanken spelen een cruciale rol in deze blended financieringsoplossingen. Zij staan nu echter onder druk door afnemende steun van nationale overheden, wegens politieke redenen of nieuwe begrotingsprioriteiten. Ze zoeken naar manieren om hun activiteiten op peil te houden ondanks deze financieringsafname. Samenwerking met vermogensbeheerders in ‘origination-sharing’-modellen is één van de manieren om dat te doen. Al jaren wordt gezegd dat private markten meer verantwoordelijkheid moeten nemen. Dit is het moment, want er bestaat een enorme financieringskloof voor de SDG’s en die kloof neemt toe door de afname van overheidssteun.’

De Bruin: ‘We moeten beleggers eraan herinneren dat oceanen ook een grote capaciteit hebben om CO₂ en warmte te absorberen en daarmee aanzienlijk bijdragen aan klimaatmitigatie. Dat wordt soms vergeten. Daarnaast speelt waterbeheer een belangrijke rol in klimaatadaptatie. De financiering daarvan blijft een uitdaging voor sommige landen. Blue bonds van bijvoorbeeld supranationals zouden hierin een rol kunnen spelen.’

Genereren green en blue bonds voldoende impact om een net zero-economie te bereiken?

Machado: ‘Green bonds, blue bonds en andere soorten gelabelde obligaties zijn een belangrijk instrument om kapitaal te mobiliseren richting duurzame doelen, maar ze zijn niet voldoende voor net zero. Het Internationaal Energieagentschap schat dat we tegen 2030 jaarlijks \$ 4 biljoen aan

investeringen in schone energie nodig hebben om de klimaatdoelstelling van 1,5 graad te halen. De uitgifte van green bonds in 2024 was ongeveer \$ 600 miljard. We lopen ver achter. Om echt een net zero-economie te bereiken, hebben we een breder palet aan oplossingen nodig, variërend van CO₂-beprijzing, beleidsmaatregelen tot transformatieplannen van bedrijven.’

Bruning: ‘Ik ben het daarmee eens. Je hebt een mix van asset classes nodig om die systemische verschuiving naar net zero te bewerkstelligen. Private equity speelt bijvoorbeeld een cruciale rol bij het financieren van innovatie en de transitie naar een circulaire economie, iets wat vaak onvoldoende wordt aangepakt via green bonds.’

Lammers: ‘We gebruiken alle ‘verantwoord beleggen’-instrumenten om bij te dragen aan een net zero-economie. We sluiten bedrijven uit die hier niet in passen, denk aan bedrijven die nog volledig afhankelijk zijn van kolenproductie. We proberen portefeuilles te kantelen richting bedrijven die hun beleid in lijn hebben gebracht met net zero of bereid zijn dat te doen. Waar nodig gaan we in dialoog met bedrijven en helpen we hen die verandering door te voeren. Tot slot investeren we direct in oplossingen.’

De Bruin: ‘Green bonds en blue bonds helpen, maar niet voldoende. Als je kijkt naar lastig te verduurzamen sectoren, zie je dat transition finance een duidelijke uitdaging vormt omdat het gaat om emittenten die nog zwaar afhankelijk zijn van fossiele brandstoffen.’

Amoasi: ‘Vaak worden nieuwe green bonds gebruikt om oude projecten te herfinancieren in plaats van nieuwe oplossingen te bekostigen. Daarnaast moet je ook het sociale aspect meenemen. Proberen weg te bewegen van kolen en olie naar hernieuwbare energie is natuurlijk geweldig, maar hou ook rekening met de werknemers in deze industrieën.’

Hoe kunnen orange bonds de positie van vrouwen en meisjes versterken?

Zarzycki: ‘Minder dan 2% van wereldwijde investeringen is direct op vrouwen gericht, terwijl vrouwen volgens de Wereldbank relatief zwaarder worden geraakt door klimaat- en economische schokken. We hebben in 2022 in onze eerste orange bond geïnvesteerd. Die had een omvang van \$ 50

‘We hebben geen apart mandaat voor gelabelde obligaties. Onze aanpak begint altijd met het beoordelen van het bedrijf zelf. Daar definiëren we ons universum.’

miljoen. Dat is klein, maar die 50 miljoen had wel direct impact op het leven van meer dan 50.000 vrouwen. Die impact varieerde van toegang tot hun eerste auto, waarmee ze producten naar de markt konden brengen, tot schoon water en schone sanitaire voorzieningen. De voordelen zijn enorm, niet alleen voor vrouwen van vandaag, maar ook voor de komende generaties. We zien nu meer investeringsfocus op sociaal-economisch achtergestelde gemeenschappen.'

Reznick: 'Over het algemeen is het bij sociale projecten een uitdaging om een kasstroommogelijkheid te creëren. De projecten creëren doorgaans geen waarde voor bedrijven. Dus heb je veelal een soort overheidsgarantie nodig.'

Machado: 'Wat voor mij belangrijk is, is verantwoording. Beleggers verwachten meetbare genderresultaten, die transparantie en ook impact op langere termijn stimuleren. Ja, de omvang van de uitgiftes is vrij klein, maar de impact is ongelooflijk.'

Amoasi: 'De omvang van de uitgifte is nog steeds een drempel: \$ 50 miljoen heeft impact, maar vanuit het oogpunt van portefeuillebeheer en liquiditeit moet je waarschijnlijk een groot deel van de uitgifte in je portefeuille opnemen om vanuit een rendementsperspectief significante impact te maken. We werken samen met bedrijven in opkomende markten en via engagement proberen we ervoor te zorgen dat ze meer vrouwen aannemen, lokale gemeenschappen steunen en opleidingsprogramma's aanbieden.'

Zarzycki: 'We horen dit vaker: wanneer dit segment een grotere schaal bereikt, stappen we in. Maar iemand moet wel de eerste stap zetten. Wij zijn bereid om aan innovatie bij te dragen zolang het past binnen ons eigen impactraamwerk, de structuur schaalbaar is en we gecompenseerd worden voor de risico's. Innovatieve transacties hebben vaak een lagere correlatie met de bredere markt en dragen bij aan alpha in de portefeuille.'

Bruning: 'Als je dit soort projecten in een bredere sociale context zou opnemen, zou het makkelijker zijn om een groter bedrag op te halen. Je kunt sociale doelen juist tekortdoen als je een apart kader wilt voor elk afzonderlijk doel.'

'Bedrijven worden ook gemotiveerd door niet-financiële aspecten. Een gelabelde obligatie leidt tot een gediversifieerde beleggerspopulatie, meestal zeer langetermijngericht en stabiel.'

Is een veelvoud aan labels contraproductief voor institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, bijvoorbeeld in hun communicatie naar deelnemers?

Lammers: 'Deze obligaties financieren nobele doelen. Maar kun je al die labels nog aan de deelnemers van een pensioenfonds uitleggen? Zou één label niet eenvoudiger zijn, bijvoorbeeld het label sustainability bond?'

Bruning: 'Ik denk niet dat steeds meer fragmentatie positief is voor de groei van de markt. Institutionele beleggers hebben belang bij uniforme marktstandaarden. En als je kijkt naar de groene en sociale principes, dan dekken die eigenlijk al blue bonds en orange bonds. Van sustainability-linked bonds zijn we geen fan, omdat hun doelstellingen doorgaans niet erg ambitieus zijn en er daarmee verkeerde incentives kunnen ontstaan.'

De Bruin: 'We kunnen over portefeuilles heen in alle labels beleggen, zolang ze in ons ESG-raamwerk passen. In die zin is fragmentatie niet zo'n probleem, als er maar voldoende liquiditeit is binnen een label.'

Zarzycki: 'Labels zijn nuttig omdat ze richting kunnen geven aan de onderliggende projecten. Het biedt emittenten én investeerders een raamwerk. Om te checken of een project in ons eigen raamwerk past, kijken we minder naar labels, maar meer naar de directe aanwending van opbrengsten, meetbare resultaten, en de positieve ecologische en sociale uitkomsten van projecten.'

Machado: 'Wat betreft de fragmentatie: ik denk niet dat het de geloofwaardigheid van de markt hoeft te ondermijnen. Wel hebben we internationaal erkende raamwerken nodig om die geloofwaardigheid te kunnen bieden. We hebben ook strengere sancties nodig om ervoor te zorgen dat bedrijven tijdens de looptijd van de financiering volledig gecommitteerd blijven aan de >

doelstellingen van hun obligaties.’

Hoe kunnen we het kapitaal mobiliseren dat nodig is voor de transitie naar een duurzamere economie? Zouden kapitaalverschaffers genoeg moeten nemen met lagere rendementen?

Bruning: ‘Het probleem is eerder de beschikbaarheid van hoogwaardige projecten. De rendementseisen verlagen is niet productief. Green bonds zijn al een zeer goedkope manier om de energietransitie te financieren. Als je het vergelijkt met private instrumenten of private equity, dan zijn dat voor de emittent vaak veel duurdere vormen van kapitaal.’

Zarzycki: ‘Financieel rendement staat centraal in wat we doen. Als je rendement opoffert, wordt het opschalen van kapitaal via fixed income lastig. We hebben al wel het punt bereikt dat we een aanzienlijke schaal zien in diverse sectoren, voldoende om een gediversifieerde portefeuille op te bouwen.’

Lammers: ‘De portefeuilles die wij beheren zijn van pensioenfondsen en die verwachten dat we rendement maken zodat hun deelnemers een goed pensioen krijgen. Dat blijft de eerste prioriteit. We geven daarom de voorkeur aan green bonds die qua financiële kenmerken vergelijkbaar zijn met andere obligaties. Als een green bond duidelijk slechter geprijsd is dan een vergelijkbare obligatie, kun je je afvragen of het project het financieren wel waard is.’

De Bruin: ‘Het is juist zo dat de zogeheten greenium voor green bonds, gebaseerd op de logica dat beleggers bereid zijn extra te betalen of lagere rendementen te accepteren, aan het verdwijnen is. Dat vergroot de financiële aantrekkingskracht van deze obligaties. Daarnaast bieden ze sterke reputatievoordelen, afstemming op duurzaamheidsstrategieën en een verbeterde betrokkenheid van investeerders.’

Reznick: ‘Nee, rendementen zouden niet lager moeten zijn om zaken op te schalen. Ze moeten juist hoger zijn. De greenium is inmiddels verwaarloosbaar en wordt duidelijk gecompenseerd door de voordelen van green bonds voor beleggers: lagere volatiliteit, een goede verhandelbaarheid en de impact die ze bieden.’

Zarzycki: ‘Hoewel velen de greenium zien als een voordeel voor een uitgifte, liggen de echte voordelen in de mogelijkheid van de uitgevende partij om de beleggersbasis te diversifiëren. Daarbij ondersteunen beleggers langetermijnprojecten die stabielere kasstromen opleveren en op de middellange termijn lagere spreads.’

Amoasi: ‘We zien nog steeds emittenten naar de markt komen met deze gelabelde obligaties, maar het volume is lager dan in 2021. Bedrijven worden echter ook gemotiveerd door niet-financiële aspecten. Een gelabelde obligatie leidt tot een gediversifieerde beleggerspopulatie, meestal zeer langetermijngericht en stabiel. Daarnaast helpt het bedrijven hun rapportage en reputatie te verbeteren.’

Wat zijn de uitdagingen voor de carbon accounting van green bonds?

Reznick: ‘Als ik een green bond koop van bedrijven die deze obligaties eigenlijk zouden moeten uitgeven – hoog-emitterende bedrijven – dan moet ik op basis van de huidige normen de volledige CO₂-voetafdruk van dat bedrijf aan deze obligaties toewijzen. Ik denk dat we eerder geneigd zouden zijn green bonds te kopen als er een manier was om de CO₂-bijdrage aan de portefeuille te verlagen. Bijvoorbeeld door een projectgebaseerde CO₂-toewijzing.’

Amoasi: ‘Ook wij ervaren dat probleem. Er zijn onlangs enkele green bonds van nutsbedrijven op de markt gekomen. Daarbij wezen we de volledige CO₂-voetafdruk van de emittent toe in plaats van naar 0% of 50% te gaan, omdat het beter is te overschatten dan te onderschatten. Daardoor moesten we echter verkopen, omdat de uitstoot hoger was dan de doelstelling van de klant.’

Lammers: ‘Vanuit klimaat oogpunt hebben wij liever een portefeuille vol cementbedrijven met een grote voetafdruk maar die wel Parijs-aligned zijn, dan een portefeuille met lage voetafdruk maar waar geen enkel bedrijf Parijs-aligned is. We zullen in 2050 nog steeds cement of staal nodig hebben. Je wilt die bedrijven

‘Omwille van eenvoud en begrijpelijkheid deelt de markt duurzaamheid vaak op in afzonderlijke silo’s, terwijl deze thema’s onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn.’

financieren die overstappen naar een productieproces met een lagere intensiteit. Maar kijk je puur naar voetafdruk, dan kun je niet in die bedrijven beleggen.'

Machado: 'Wij hebben geen doelstelling voor CO₂-uitstoot of -voetafdruk. Als we dat wel zouden hebben, zouden bedrijven in de verleiding kunnen komen om gewoon hun vervuilende assets af te stoten.'

Zarzycki: 'Via green bonds investeren we in 'bruine' bedrijven en helpen we hun energietransitie te financieren. Als je onze portefeuille afzet tegen een CO₂-benchmark en daarbij een externe partij inschakelt, zal onze portefeuille eruitzien als een grotere uitstoter. Maar in werkelijkheid investeren we in projecten die de transitie van deze bedrijven ondersteunen.'

Machado: 'Wat we denk ik goed doen, is de educatie naar klanten. Waarom we dit doen en waarom het uit impactoverwegingen belangrijk is om in dit type bedrijven te blijven beleggen.'

Bruning: 'Bij beleggers ligt de focus vaak op het vermijden van CO₂ als prestatiemaatstaf. Maar dat is natuurlijk niet het hele plaatje. De grootste uitdaging zit in de verschillende methodieken die emittenten gebruiken om hun vermeden CO₂ te berekenen. De vrijwillige PCAF-standaard helpt al enorm, maar er kunnen vaak nog veel verschillen zitten in de scoping en modellen van de levenscyclusanalyses die hieraan ten grondslag liggen.'

Reznick: 'Als we investeren in hoog-emitterende bedrijven die de emissies echt afbouwen, dan zou de portefeuille in de loop van de tijd moeten decarboniseren.'

Wat zijn de uitdagingen voor duurzame portefeuilles en hoe ga je daarmee om?

Reznick: 'Duurzame obligaties zijn een subset van de bredere markt. Maar je moet nog steeds diversificatie en beleggingsrendementen creëren. Dat is een uitdaging.'

De Bruin: 'Zo klein is de markt nu ook weer niet. De uitstaande waarde van de MSCI Global Green Bond Index bedraagt nu ongeveer \$ 1,7 biljoen. Inmiddels is zo'n 20% van de bedrijfsobligaties in euro's gelabeld. Als portefeuillemanager kan ik dus prima gediversifieerde portefeuilles bouwen met gelabelde obligaties. Maar het zou mooi zijn als meer landen de Duitse aanpak van

'De omvang van de uitgiften is bij orange bonds vrij klein, maar de impact is ongelooflijk.'

het bouwen van een green curve kunnen volgen, in plaats van met name uitgiften aan de lange kant. Ook zouden we graag meer uitgifte zien van labelled bonds in dollars en in emerging markets. Daar blijft het aanbod nog achter bij de vraag.'

Lammers: 'We hebben geen apart mandaat voor gelabelde obligaties. Onze aanpak begint altijd met het beoordelen van het bedrijf zelf. Daar definiëren we ons universum. Binnen het universum dat overblijft – de bedrijven die passen bij de ESG-ambities van onze klanten – gaat de voorkeur uit naar gelabelde bonds.'

Bruning: 'De green bond-markt is goed gediversifieerd, al zijn bepaalde sectoren inderdaad ondervertegenwoordigd. Diversificatie is wel een uitdaging voor social bonds. Dat is nog steeds een vrij geconcentreerd universum qua emittenten. Je moet dit daarom benaderen als een nichestrategie.'

Machado: 'We hebben geen puur gelabeld obligatiefonds, maar we hebben klimaat-trend-strategieën die tot 95% in gelabelde obligaties beleggen. We zorgen ervoor dat we kapitaal alloceren naar verschillende segmenten en creëren zo flexibiliteit.'

Hoe zorg je ervoor dat je als obligatiehouder successen behaalt met engagement? Wat zijn de randvoorwaarden?

Reznick: 'Bedrijven hebben kapitaal nodig, als zuurstof. Als kapitaalverstrekkers geeft dat ons een plek aan tafel. Engagement werkt niet bij gestreste of noodlijdende bedrijven die proberen het einde van de week te halen, maar wel bij bedrijven die regelmatig actief zijn op de obligatiemarkten. Ga niet aan tafel zitten met een kortzichtige agenda zonder begrip van wat het bedrijf doet en waar de kasstromen vandaan komen. Succesvolle engagement vergt tijd, onderzoek, een holistisch begrip van het bedrijf en een echte samenwerking.'

Machado: 'Je kunt het gedrag van een bedrijf bijsturen door invloed uit te oefenen op hun kapitaalkosten of via de toegang tot kapitaal. Ook kun je ze informatie geven over de best practices in de markt. Engage- >

ment is altijd een kwestie van timing. Doe het voordat bedrijven obligaties uitgeven.’

De Bruin: ‘We hebben een vijfstappen-proces waarin we beoordelen of een gelabelde obligatie inderdaad doet wat ze zou moeten doen. Als we geloven dat de emittent iets kan verbeteren, bijvoorbeeld de rapportage, gaan we in dialoog en leggen we uit hoe belangrijk dit voor ons is. We leunen daarbij op onze brede ervaring met engagement en goede relaties met issuers.’

Bruning: ‘Bij gelabelde obligaties is formeel engagement minder relevant omdat die bedrijven doorgaans al ver gevorderd zijn in hun transitiepad. Dus ik ben het ermee eens dat het meer een coöperatieve aanpak is, waarbij je feedback geeft over projecten, vooral in het sociale segment, waar minder richtlijnen bestaan.’

Zien we groei in bepaalde segmenten, of opvallende verschuivingen in typen emittenten of regio's?

Amoasi: ‘In grote lijnen hebben we een daling gezien in de eerste helft van het jaar vergeleken met eerdere jaren, maar in de sociale markten hebben we absoluut een stijging gezien, zeker in Europa. Als je de eerste helft van 2024 vergelijkt met de eerste helft van dit jaar, ligt de uitgifte van social bonds ongeveer 30% hoger.’

De Bruin: ‘Ik heb als beheerder van gelabelde obligaties twee lastige periodes meegemaakt waarin de uitgiftes in eerste instantie terugliepen: tijdens covid én in het eerste kwartaal van dit jaar, toen de spreads sterk uitliepen. Beide keren heeft de markt zich sterk hersteld. Dit toont veerkracht. Bemoedigende uitgiftevolumes zien we in de APEC-regio en in Zuid-Amerika.’

Reznick: ‘De uitgifte van Amerikaanse gelabelde obligaties is aanzienlijk gedaald, maar social bonds zijn de afgelopen jaren juist sterk toegenomen, met name rond huisvesting, een van de meest urgente sociale problemen. Social bonds hebben dit jaar zelfs het volume van green bonds licht overtroffen.’

Duidt de consolidatie in de uitgifte van gelabelde obligaties op een volwassen markt? Of komt er nieuw momentum voor verdere groei?

De Bruin: ‘Het duidt inderdaad op een volwassen markt. Maar consolidatie betekent niet stagnatie. De nieuwe

initiatieven rond orange of blue bonds kunnen nieuwe kansen openen. Ook is er ruimte voor groei in gelabelde staatsobligaties. Waar in het Europese bedrijfssegment inmiddels veel van de uitgiftes gelabeld zijn, is het gewicht van bijvoorbeeld groene Europese staatsobligaties in de index slechts net iets meer dan 3%, terwijl er veel vraag naar is.’

Amoasi: ‘Er is nog steeds groei in de wereldwijde markt. Over het punt van fragmentatie: pensioenfondsen zijn ook gefragmenteerd in termen van hun waarden. Het ene fonds gaat voor gezondheid, een ander gaat voor onderwijs. Een gefragmenteerde markt om de diverse waarden van pensioenfondsen te kunnen bedienen, is zo gek nog niet.’

Zarzycki: ‘Green bonds bieden schaal en diversificatie, maar blue bonds, orange bonds en debt-for-nature-swaps vormen nog steeds een relatief klein deel van de gelabelde markt. De beste manier om een gediversifieerde portefeuille op te bouwen en alpha te genereren voor onze klanten, is door over de verschillende labels heen te kijken. We hebben biljoenen dollars nodig om groene en sociale doelstellingen te behalen, en vastrentende beleggingen kunnen helpen om deze investeringen op te schalen.’

Reznick: ‘Omwille van eenvoud en begrijpelijkheid deelt de markt duurzaamheid vaak op in afzonderlijke silo's, terwijl we weten dat deze thema's onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. Voor portefeuilles heb je differentiatie nodig, niet alleen voor het rendement, maar ook om de impact te optimaliseren. Met silo's loop je het risico op nicheportefeuilles die op beide punten niet kunnen leveren.’

Lammers: ‘Ik denk dat de markt zou kunnen profiteren van obligaties die zich richten op het verbeteren of beschermen van biodiversiteit. Daar staat de komende jaren veel te gebeuren. Als we het hebben over hoe volwassen de markt is, dan is mijn gevoel dat we, zeker op dit onderwerp, nog maar aan het begin staan.’

Machado: ‘Ik ben het eens met de opmerkingen rond fragmentatie. Het voelt enigszins tegenstrijdig met de noodzaak tot groei voor de totale markt. Het belangrijkste is echter dat er voldoende vraag is vanuit beleggers, en dat hebben we hier vandaag ook kunnen constateren.’ ■

IN HET KORT

Na green bonds verschijnen ook blue en orange bonds op de markt, maar de fragmentatie roept vragen op over overzichtelijkheid en impact.

De EU-taxonomie gaf green bonds een impuls, maar te veel regels kunnen innovatie juist remmen.

Voorals huisvesting en sociale infrastructuur bieden schaalbare kansen voor pensioenfondsen.

Blended finance, regionale taxonomieën en overheidssteun zijn cruciaal voor opschaling in emerging markets.

De markt voor blue bonds moet nog groeien. De behoefte neemt echter toe, zowel bij beleggers als bij overheden.

Green en blue bonds helpen, maar zijn niet genoeg om een net zero-economie te bereiken.

Richard Klijnstra

aan de slag bij Impact Orange Partners: ‘zorgen voor mens en planeet’



2025
HBO Verpleegkunde

1996
Econometrie

1972
Geboren in Leeuwarden

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

‘De nieuwe functie bevalt erg goed. Het is leuk om, na een aantal jaar in de zorg te hebben gewerkt, als professional terug te zijn in de financiële sector. Impact Orange Partners is een dynamisch en ambitieus bedrijf met daadkrachtige en prettige collega’s.’

Welke aspecten van je functie geven je nu al energie?

‘Ik krijg veel energie omdat ik meteen aan de slag kan, bijvoorbeeld met het analyseren van bedrijven en fondsen. Het is verder stimulerend om met directe impactinvesteringen bezig te zijn, zoals regeneratieve bosbouw om biodiversiteit te bevorderen.’

Wat was je allereerste (vakantie)baantje en wat heb je daar geleerd?

‘Mijn eerste baantje was in de horeca en ik leerde daar

hard te werken en met mensen om te gaan. Verder heb ik veel bijles gegeven in mijn studententijd. Dit leerde mij geduld te hebben met leerlingen en aandacht te hebben voor wat iemand niet goed kan.’

Hoe en wanneer ben je in contact gekomen met Impact Orange Partners?

‘De drie partners zijn oud-collega’s van mij. Ik heb contact met ze gehouden en had na het afronden van mijn opleiding in de zorg ruimte om ook de rol van analist op te pakken.’

Wat verwacht je in die rol te bereiken?

‘Ik verwacht een wezenlijke bijdrage te kunnen leveren aan het uitbouwen van impactbeleggen in het algemeen en van de organisatie in het bijzonder. Het analyseren en proberen te begrijpen van complexe systemen om tot de kern van de zaak te komen en de juiste beslissingen te kunnen nemen, heeft mij altijd getrokken. Het behalen van duurzaamheidsdoelen is een ingewikkelde zaak. De doelen staan niet los van elkaar en vragen om ambitie, een goed doordachte langetermijnstrategie en doorzettingsvermogen.’

Wat is het belangrijkste dat je hebt geleerd in je vorige baan, en hoe neem je dat mee in deze nieuwe rol?

‘Als wijkverpleegkundige heb ik geleerd om holistisch naar mensen te kijken en het gesprek aan te gaan

over wat belangrijk voor ze is in vaak uitdagende omstandigheden. Mensen nemen je meestal in vertrouwen en geven rechtstreekse feedback. Op deze manier sta je dicht bij ze en kun je goed samenwerken. Bij impactbeleggen wil je ook holistisch te werk gaan en in nauwe samenwerking met je klanten ecologische, maatschappelijke en financiële doelen behalen. Samenwerking is net als in de zorg in de gehele keten nodig om succesvol te kunnen zijn. Dit is gemakkelijker gezegd dan gedaan.

Bij Van Lanschot Kempen heb ik veel geleerd over beleggen, leiderschap en duurzaamheid. Beleggen gaat over mogelijkheden en risico’s. Het vinden van bedrijven en projecten met aantrekkelijke mogelijkheden, bijvoorbeeld toepassingen van innovatie, helpt om een goed rendement te genereren. Het voorkomen van permanent verlies van kapitaal doet dat ook en is voor mij belangrijk geweest bij het beleggen in zowel kredieten als kwaliteitsaandelen. Ik verwacht het geleerde te kunnen gebruiken in mijn nieuwe adviserende rol.’

Wat zijn uw persoonlijke ambities?

‘Mijn persoonlijke ambities zijn om nog heel lang zinvol en uitdagend werk te doen met leuke mensen. Op het strand liggen met een goed boek is niet aan mij besteed. Blijven leren en ontdekken wel. Met mijn werk als wijkverpleegkundige bij Buurtzorg en als analist bij Impact Orange Partners kan ik impact hebben. Het zorgen voor de mens en planeet staat daarbij voorop.’ ■

Bart Reidsma

is aangesteld als Investment Director NL Health bij PGGM.

Dolf van Wijngaarde

is bij a.s.r. real assets investment partners aangesteld als Portfoliomanager Real Estate.

Lennaert van Anken

treedt per 1 december 2025 in dienst bij Achmea als Directeur Pensioen Buy-Outs.

Olof Könst

is benoemd tot Investment Manager bij Navis Private Office. Hij blijft daarnaast actief voor zijn eigen bedrijf OL4U Interim Management & Consultancy.

Job de Ruiter

is benoemd tot Director Risk & Regulatory bij KPMG Netherlands.

Gitte Wouters

is binnen het Brand Strategy-team bij ASN Bank begonnen als Expert Duurzaamheid.

Maarten de Lint

gaat aan de slag als Director Client Relations and Business Development bij Baillie Gifford.

Kobus Uitterhoeve

is benoemd tot Investment Operations Manager bij Shell Pension Netherlands.

Nedawja Bloemendal

heeft bij KPMG promotie gemaakt en is nu Senior Manager - Asset Management & Pensions.

Marinus Verkijk

is benoemd tot Researcher Quant & Index Solutions bij APG Asset Management.

Ton Vu

is aangesteld als Portfolio Manager Asset Allocation & Overlay bij APG Asset Management.

Katja Kok

is Partner geworden bij Russell Reynolds Associates. Hiervoor was zij Hoofd Private Banking & Wealth Management bij ING Nederland.

Lisa Wassenaar

is aangesteld als Hoofd Assetmanagement van Bouwinvest.

Keanu Tan en Yvo Feenstra

zijn aangetreden bij Providence Capital. Beiden komen over van Dasym.

Henk Jan van Zoelen

gaat bij Montae & Partners aan de slag als Senior Investment Consultant.

Nicky van Ast

is aangesteld als Directeur Client Services bij Bouwinvest. Zij komt over van ASR Real Estate.

Vincent Germyns

is bij Marktlinc Capital Belgium begonnen als Managing Partner. Hiervoor was hij Bestuursvoorzitter van BinckBank.

Katrien van de Linde

is benoemd tot Vicepresident en Bankier bij JP Morgan Private Bank.

Florent van Aubel

is begonnen als Business Developer bij Delen Private Bank Nederland.

Stephan van Stalborch

is aangesteld als Beleidsadviseur bij de Pensioenfederatie.

**Martin Sanders**

is aangesteld als Chief Investment Officer bij Philips Pensioenfondsen. Hiervoor was hij Head of Pension Investments bij AXA Investment Managers.

Jonas Wiggelinkhuizen

is begonnen in het Institutional Client Business-team van BlackRock.

Ronald Sier

is Partner geworden bij PrivateWealthSupport. Hij blijft daarnaast actief als Adviseur in vermogensplanning via Beyond Numbers.

Jelte de Boer

is begonnen als Family Officer bij FIR Capital in Huizen. Hij was tot eind vorig jaar Directeur Beleggingen bij Optimix.

Saida Nhass

is bij Aon benoemd tot Analytics Leader Benelux.

Gijs Flameling

is aangetreden bij Huisarts & Pensioen (voorheen Stichting Huisartsen Pensioenfondsen) en is daar Programmamanager.

Henri Beverdam

gaat bij MG Partners als Investment Manager aan de slag.

Reinout Schapers, Taeke Wiersma en Jan Anton van Zanten

zijn bij Osmosis Investment Management begonnen als respectievelijk Lead Portfoliomanager Global High Yield & Investment Grade Credit, Senior Kredietanalist en Hoofd Duurzaam Beleggen.

Jordy Bongers

is begonnen bij IBS Capital Allies als Portfoliomanager Klantoplossingen. Hij komt over van Sprekels.

Bert van den Berg

start per 1 december bij Achmea Investment Management als Hoofd Managersselectie & Monitoring. Hij komt over van Shell Asset Management Company.

Thomas Ghebrehiwet

is begonnen bij MG Partners als Senior Associate.

Maarten de Lint

is door Baillie Gifford aangesteld als Director Client Relations & Business Development ter versterking van het Europese klanten-team in Amsterdam. Eerder werkte hij voor GMO en ING.

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



Kanker raakt iedereen.

1 op de 3 mensen krijgt ermee te maken.

Als je wilt weten waar je de beste zorg krijgt — en snel geholpen wilt worden — zet Inspire2Live zich in. Wij verbinden patiënten, artsen en wetenschappers en zorgen dat kennis sneller wordt toegepast in de praktijk.

Wat we hebben bereikt

- 15 jaar onderzoek naar bewegen als onderdeel van revalidatie. Overleving bij darmkanker is aantoonbaar verbeterd.
- Structurele aandacht voor geestelijke gezondheid via de leerstoel Leven en samenleven met kanker aan de Vrije Universiteit.
- We brengen de beste wetenschappers en artsen wereldwijd samen, zodat wetenschap sneller verandert in zorg die het verschil maakt.

Met jouw steun kunnen wij dit werk voortzetten én versnellen. Elke donatie draagt direct bij aan nieuwe initiatieven, betere zorg en meer kwaliteit van leven voor patiënten en hun omgeving.

Doneer

Help ons helpen.

Ga naar
inspire2live.org
of scan de QR code



Samen brengen we kennis, compassie en samenwerking tot leven — tussen patiënten, onderzoekers en zorgverleners.





JUSTDIGGIT

MAKE
EARTH
SMILE
AGAIN



DONEER EEN
EARTH SMILE
VOOR 8 EURO