

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

WAAROM MARKTEN – EN OOK AI – ZICH GEDRAGEN ALS MENSEN

Prof. Dr. Cars Hommes,
Universiteit van Amsterdam

TRANSPARANT, TOEKOMST- GERICHT EN DUURZAAM VERMOGENSBEHEER

Raquel Criado Larrea en Patrick Klijnsmit,
a.s.r. vermogensbeheer



RONDE TAFEL
How to Invest
in Biodiversity

FINANCIAL INVESTIGATOR

INVITATION

Seminar 'Positioning for 2026: From Macro Outlook to Portfolio Strategy'

Date: Thursday, 13 November 2025, from 11 am to 5.30 pm

Venue: Artis, Amsterdam

This educational seminar offers deep insights into the macroeconomic outlook, cross-asset positioning, and emerging opportunities across public and private markets. The following questions will be addressed:

- What macroeconomic scenarios should investors consider as the baseline and tail risks for 2026 and beyond?
- How should investors position themselves for a potential regime shift in inflation, interest rates, or fiscal policy?
- What role will geopolitics and elections (e.g. US 2026 midterms, EU leadership) play in shaping global capital markets?
- How can asset owners dynamically allocate across public and private markets to manage risk and capture opportunity?
- Is AI optimism justified?
- How are leading CIOs positioning their portfolios for 2026 and beyond?

On **Thursday, 13 November 2025**, from **11.00 am to 5.30 pm**, various experts will address these and other topical questions during the educational seminar '**Positioning for 2026: From Macro Outlook to Portfolio Strategy**' at Artis in Amsterdam.

The seminar will be chaired by **Olaf van den Heuvel**, CIO at Achmea Investment Management.

Top speakers will share their views with you, including:

- **Luc Aben**, Chief Economist, Van Lanschot Kempen
- **Salman Ahmed**, Global Head of Macro and Strategic Asset Allocation, Fidelity International
- **Han Dieperink**, CIO, Auréus
- **Vera Fehling**, CIO Western Europe, DWS Group
- **Edward Harrold**, Fixed Income Investment Director, Capital Group
- **Bob Homan**, CIO, ING Investment Office
- **Christopher Iggo**, CIO, AXA IM Core
- **Anatole Kaletsky**, Founding Partner, Chief Economist, Gavekal Dragonomics
- **Charles Kalshoven**, Expert Strategist, APG Asset Management
- **Frédéric Leroux**, Head of Cross Asset, Fund Manager, Carmignac
- **Loren Sageser**, Head of Securitized Portfolio Specialists, PGIM
- **Hania Schmidt**, Head of QIS in EMEA, Global co-Head of QIS Client Portfolio Management, Goldman Sachs Asset Management
- **Alison Shimada**, Senior Portfolio Manager, Head of Total Emerging Markets Equity, Allspring Global Investments
- **Wouter Sturkenboom**, CIO, Providence Capital
- **Ineke Valke**, Senior Investment Strategist, Wealth Management Partners

Registration:

Participation is open to buy-side investment professionals working for pension funds, fiduciary managers, family offices, consultants, banks, insurers, or working in the field of fund selection for independent asset managers.

More information: financialinvestigator.nl/seminar-13-11-2025



In cooperation with:



Nieuwe groeicyclus, oude onzekerheden

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Arnesz, Manno van den Berg, Daphne Frik, Baart Koster, Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Michiel Pekelharing, Lies van Rijssen 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

Rik Albrecht, Henk Bets, Robin Brett van Steen, Raquel Criado Larrea, Maurits Daarnhouwer, Ita Demyttenaere, Han Dieperink, Robert Enserro, Reiniera van der Feltz, Sebastiano Ferrante, Monique van Gils, Nick ten Haaf, Felix van Hoften, Cars Hommes, Mareike Hussels, Thijs Jochems, Morris de Jong, Jolien de Jongh, Arjen Jonk, Sophie Kamphuis, Gert-Jan Kapiteyn, Patrick Klijnsmit, Gabriëlle Krapels, Joanna Ksenzova, Gerard van de Kuilen, Vincent Lemaitre, Iris Lijkendijk, Scott McClurg, Sasha Miller, Cherry Muijsen, Benny Ng, Karel van Nierop, Judith Norbart, Alwin Oerlemans, Lucian Peppelenbos, Robert-Alexandre Poujade, Monica Puccetti, Gerard Roelofs, Rob van der Rijt, Bart Schenk, Dominique Schillings, Katharina Schwaiger, Ferrante Sebastiano, Beta Steiner, Jan Willem van Stuijvenberg, Ralph Sueppel, Angeles Toledo, Nikki Trip, Michael Vander Elst, Naomi Waistell, Olivier Zemb, Wim Zwanenburg

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.

De Federal Reserve heeft in september de rente verlaagd, waarschijnlijk het startpunt van een wereldwijde versoepelingscyclus. Ook andere centrale banken volgen, en zelfs de ECB zal gezien de zwakke Europese economie niet achterblijven. De resulterende steilere rentecurve wijst op gezondere groei, sterkere bankbalansen en een kleinere recessiekans op korte termijn.

Toch blijven de Europese uitdagingen groot. Duitsland ziet zijn exportpositie

onder druk staan door Chinese concurrentie en Amerikaanse protectionistische politiek, terwijl Frankrijk worstelt met een torenhoge schuld waarvan de rentelasten inmiddels ruim 2% van het bbp bedragen (tegen 6% in de VS). Zulke schuldenlasten zijn op termijn alleen houdbaar bij hogere groei.



Kunstmatige intelligentie wordt vaak gezien als de motor die die noodzakelijke groei kan aandrijven. Thijs Jochems benadrukt in zijn column echter dat het allerm minst zeker is dat AI ook daadwerkelijk tot brede productiviteitsgroei

leidt. Veel toepassingen richten zich op marktaandeel en consumptie, en niet op structurele efficiëntiewinsten.

Dat roept een fundamentele vraag op: zelfs als AI en andere innovaties de groei stimuleren, wat betekent die groei dan voor onze biodiversiteit? Leiden technologische doorbraken tot een veerkrachtiger natuur, of zet verdere economische expansie de biodiversiteit juist onder druk?

In deze editie besteden we uitgebreid aandacht aan dit spanningsveld. We organiseerden een ronde tafel over investeren in biodiversiteit, waarin experts met elkaar in gesprek gingen over de vraag hoe rendement en natuurbehoud hand in hand kunnen gaan. Daarbij komt niet alleen de morele verantwoordelijkheid van beleggers aan bod, maar ook de kansen die ontstaan wanneer biodiversiteit wordt gezien als een essentiële economische waarde.

Ook spreken we met Patrick Klijnsmit en Raquel Criado Larrea van a.s.r. vermogensbeheer, die vertellen hoe zij financiële én maatschappelijke waarde koppelen in hun duurzame beleggingsstrategie, vanuit een duidelijke focus en de overtuiging dat engagement meer oplevert dan uitsluiting.

Daarnaast onderzoeken we hoe AI niet slechts een kostenpost of hype is, maar juist kan bijdragen aan tastbare efficiëntiewinsten, bijvoorbeeld op het gebied van energiebesparing. Van slimme netwerken die piekbelasting voorspellen tot algoritmes die productieprocessen optimaliseren: technologie kan een cruciale rol spelen in het terugdringen van verbruik en emissies. Daarmee krijgt AI een dubbel gezicht: enerzijds als groeimotor, anderzijds als middel om groei duurzamer te maken.

Deze editie staat daarmee in het teken van een zoektocht naar balans: hoe realiseren we economische groei die niet alleen winstgevend, maar ook houdbaar is?

De bijdragen in dit nummer bieden u inzichten en perspectieven die helpen om kansen te benutten en risico's scherp te beoordelen.

Wij wensen u veel leesplezier en inspiratie!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Positioning for 2026:
 From Macro Outlook to
 Portfolio Strategy**

**Datum: 13 november
 Van 11.00 tot 17.30 uur**

**Locatie: Koningszaal Artis,
 Amsterdam**

**Meer info en registratie:
www.financialinvestigator.nl/seminar-13-11-2025**



10

Transparant, toekomstgericht en duurzaam vermogensbeheer

6

De droom van gelijkheid



14 It runs in the family

COVERVERHAAL

10 Transparant, toekomstgericht en duurzaam vermogensbeheer, Interview met Raquel Criado Larrea en Patrick Klijnsmit, a.s.r. vermogensbeheer

THEMA BIODIVERSITEIT

22 Ronde tafel 'How to invest in biodiversity'

32 Van insecten tot investeringen: de waarde van biodiversiteit, Interview met Karel Nierop en Mareike Hussels, Triodos Investment Management

36 Impact investing catalyzes the infrastructure needed for circular solutions, Infinity Recycling

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 De droom van gelijkheid, Lezing Thomas Piketty

14 It runs in the family, Interview met Morris de Jong

18 Securities finance: accelerating solutions for pension funds' regulatory challenges, CACEIS

20 Additief is eerlijk, maar verwarrend, Rik Albrecht, Henk Bets, Gerard van de Kuilen en Jan Willem van Stuijvenberg

38 Ontgroeivoorwaarden noodzakelijk voor toekomstbestendige innovaties, Rob van der Rijt en Felix van Hoften

40 Good governance en dubbele materialiteit, BlackRock

42 Zo versnellen pensioenfondsen de Nederlandse energietransitie, Reiniera van der Feltz

44 Impact in motion: the Tikehau Capital story, Tikehau Capital

46 Beleggingssucces datacentermarkt rust op meer dan alleen kapitaal, DWS

48 Vastgoed in transitie, een nieuwe Europese werkelijkheid, Interview met Gert-Jan Kapiteyn en Dominique Schillings, Aberdeen Investments

52 Meer dan stenen: science parks als belegbare ecosystemen, a.s.r. real estate

54 Europe's real estate finds its footing, PGIM

56 A diversified offence in private credit as the best defence, Interview with Scott McClurg, HSBC Asset Management

58 Waarom markten – en ook AI – zich gedragen als mensen, Interview met Cars Hommes, Universiteit van Amsterdam

S Gesponsord

- 62 Spreiden zonder Afrika is niet echt spreiden,** Iris Lijkendijk
- 64 Global realignment favours emerging market debt,** DPAM
- 66 China: caught between resilience, fragility and innovation,** Carmignac
- 68 Transforming asset management with macroquantamental signals,** J.P. Morgan MacroSynergy



42

Zo versnellen pensioenfondsen de Nederlandse energietransitie

COLUMNS

- 9 Thijs Jochems:** De AI-paradox: een 'slimme' economische stagnatie?
- 31 Han Dieperink:** Energie besparen met AI
- 35 CFA Society:** Kritisch denken bij opkomst AI belangrijker dan ooit
- 51 IVBN:** Van tegenpolen naar bondgenoten
- 61 Wim Zwanenburg:** ETF-boom of ETF-bubbel?

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 70** Boeken & Papers
- 71** On the move special: **Gabriëlle Krapels**
- 72** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 30/10** Pensioenseminar 'Vanuit Impact-beleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie'
- 13/11** Seminar 'How to position your portfolio for 2026 in turbulent times?'
- 20/11** Seminar voor family offices 'Artificial Intelligence & Digital Assets: Kans of Bedreiging voor je portefeuille?'
- 02/12** Lunch Webinar Discussie 'Infrastructure Equity in the Age of Transition: Financing the Net-Zero Future'



Ronde tafel 'How to invest in biodiversity'

22

58

Waarom markten – en ook AI – zich gedragen als mensen



JANUS HENDERSON:

Defensieinvesteringen geven impuls aan Europese aandelen

Een stabiele wapenstilstand tussen Oekraïne en Rusland biedt Europa een uitgelezen kans om een belangrijke rol te spelen in de wederopbouw van Oekraïne. De Europese bankensector is volgens Janus Henderson goed gepositioneerd om de verwachte toestroom van leningen en investeringen in de heropbouw te ondersteunen, terwijl de vermogensbeheerder defensie als een solide langetermijnthema ziet.

Hoewel het speculeren over een permanent vredesplan wordt vermeden, wordt een stabiel bestand tussen Oekraïne en Rusland gezien als katalysator voor brede industriële participatie door heel Europa, volgens de vermogensbeheerder. De Wereldbank, samen met de Europese Commissie, de



VN en Oekraïne, schat de totale herstelkosten op circa \$ 524 miljard over tien jaar. Dit raakt uiteenlopende sectoren: woningbouw, transport, energie, banken, landbouw, gezondheidszorg, technologie, materialen en meer.

Rabobank Pensioenfonds stelt Achmea IM aan als impactmanager

Rabobank Pensioenfonds heeft Achmea Investment Management aangesteld voor de dienstverlening op het gebied van impactbeleggen. Dit omvat de advisering, selectie & monitoring en het beheer van de impactbeleggingen van het pensioenfonds. Het pensioenfonds heeft de ambitie om in 2030 ten minste 10% van de beleggingsportefeuille in te vullen via impactbeleggingen. De focus ligt daarbij op de thema's 'klimaat', 'voedselzekerheid' en 'duurzaam wonen'. Het uitgangspunt is om de impactbeleggingen hoofdzakelijk in te vullen via de bestaande asset classes.

BLACKROCK:

Beleggersblik op Europa na Fed-verlaging

De renteverlaging door de Federal Reserve in september moedigt beleggers aan om meer risico te nemen en de waardedaling van de dollar voert beleggers richting Europa. Dat stellen strategen van het BlackRock Investment Institute. Ze geven aan een voorkeur te hebben voor Europese bedrijfsobligaties boven Amerikaanse. 'Door het renteverval leveret het afdekken van euro-obligaties in dollars een aanzienlijke extra yield op', zegt Roelof Salomons, Chief Investment Strategist voor Nederland. 'Euro-IG-obligaties renderen momenteel boven de 5% en dat is meer dan hun Amerikaanse tegenhangers.'

DE TIPS VAN

Monique van Gils

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

'Blijf leren! De wereld verandert continu — inzichten, technologie, producten. Nieuwsgierig blijven, openstaan voor andere perspectieven en af en toe uit je comfortzone stappen: dat houdt je scherp en relevant. Blijven leren is ook blijven groeien, omdat elke ervaring, samenwerking of uitdaging iets te bieden heeft. Soms leer je iets inhoudelijks, soms iets over jezelf of over hoe je met anderen werkt. Die combinatie van vakinhoud en persoonlijke

ontwikkeling maakt mijn werk boeiend.'

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

'Het boek 'No Logo' van Naomi Klein is 25 jaar oud maar nog steeds actueel. Deze zomer las ik met interesse 'The 5 Types of Wealth' van Sahil Bloom voor een breder perspectief op rijkdom. Andere tips zijn de podcast 'Leaders in Finance', de bijdragen van Han de Jong en Valentijn van Nieuwenhuizen op LinkedIn, en de onovertroffen column Lex in de Financial Times.'



Monique van Gils is sinds 2020 werkzaam bij Shell Asset Management Company als Hoofd Externe Managers Liquid Investments. Zij heeft ruim 30 jaar ervaring in de financiële sector, met eerdere posities bij BlackRock, Pensioenfondsen Horeca en Catering, Aegon Asset Management en Rabobank. Van Gils studeerde Algemene Economie aan de Universiteit van Tilburg.

Schroders wint mandaat voor duurzaam aandelenbeheer van PGGM

Schroders heeft van PGGM de opdracht gekregen om een duurzame actieve aandelenportefeuille ter waarde van €3,9 miljard te beheren. De beleggingsportefeuille focust niet alleen op bedrijven die beschouwd kunnen worden als 'ESG-voorlopers', maar ook op de zogenaamde 'improvers': bedrijven die aantoonbaar stappen zetten richting een positieve transitie op het gebied van milieu en maatschappelijke aspecten.

PGGM awards M&G Investments with equity impact mandate

M&G Investments has been selected to manage a £ 2.2 billion (€ 2.6 billion) active, sustainable public equity mandate from PGGM. The mandate is modelled on M&G's Positive Impact Fund that blends quantifiable societal and environmental outcomes with long-term financial performance. It aims to meet PGGM's desire to find an optimal balance between return, risk and sustainability – in line with the SDGs – within its listed equity portfolio.

APG kiest Schroders Capital voor eerste belegging in infrastructure debt

Schroders Capital heeft van APG een beleggingsmandaat van € 425 miljoen ontvangen om te beleggen in infrastructure debt. Het is voor het eerst dat APG belegt in deze asset class. De vermogensbeheerder heeft voor APG een speciaal op impact gerichte oplossing ontwikkeld, in lijn met APG's duurzaamheids- en impactvereisten. APG is voor deze nieuw gelanceerde strategie een zogenaamde 'cornerstone investor'. De strategie richt zich op hoogrenderende infrastructuur en belegt gespreid binnen verschillende sectoren in de Europese mid-market infrastructuur.

ING bundelt beleggingskracht in nieuw Global Investment Centre

ING heeft een nieuw Global Investment Centre gelanceerd. De grootbank brengt de expertise uit Nederland, België en Luxemburg samen onder één structuur. Met dit initiatief, dat ruim € 250 miljard beheert, wil ING zijn klanten een consistentere en hoogwaardigere beleggingspropositie bieden.

De oprichting van het centrum, dat op 1 september van start is gegaan, is een stap in de ambitie van ING om Private Banking Wealth Management & Investments uit te bouwen tot een derde pijler binnen zijn Retail-divisie. Het doel is om een eenduidige, wereldwijde beleggingsfilosofie te ontwikkelen die tegelijkertijd blijft aansluiten op de lokale behoeften van klanten.

DNB:

Nederlandse instellingen leden in H1 2025 verlies op Europese staatsobligaties

In het eerste halfjaar van 2025 daalde de waarde van het totale Nederlandse bezit van buitenlandse staatsobligaties met € 23 miljard, blijkt uit nieuwe cijfers van DNB. Het verlies zat hem vooral in de staatsobligaties van andere Europese landen als gevolg van stijgende rentes. De grootste waardedaling vond plaats op staatsobligaties uit Duitsland (-€ 5,4 miljard), Frankrijk (-€ 2,4 miljard) en Oostenrijk (-€ 1,6 miljard).

Het Nederlandse bezit van buitenlandse staatsschuld concentreert zich op de eurozone, en een derde van het totale bezit van buitenlandse staatsobligaties is Frans of Duits. Een waardedaling op staatsobligaties van eurozone-landen weegt voor Nederlandse instellingen dan ook relatief zwaar.



L&G haalt € 600 miljoen op voor investeringen in Europese digitale infrastructuur

De vermogensbeheertak van Legal & General (L&G) heeft een nieuw fonds geïntroduceerd dat zich richt op investeringen in digitale infrastructuur in Europa. In de eerste financieringsronde van het L&G Digital Infrastructure Fund is ongeveer € 600 miljoen opgehaald. L&G verwacht voor het einde van het jaar een tweede financieringsronde om meer kapitaal aan te trekken. Volgens de Britse vermogensbeheerder is er in Europa tot 2030 een investeringsbehoefte van in totaal ongeveer €2.500 miljard om te voldoen aan de snelgroeiende vraag naar digitale infrastructuur.

De droom van gelijkheid

De ongelijkheid – zowel sociaal als economisch – is de afgelopen eeuwen afgenomen. Toch blijven de verschillen groot, vooral in Afrika en Latijns-Amerika. Landen zouden met een rigoureuze herverdeling van erfenissen echter alsnog een aanzienlijke stap richting meer gelijkheid kunnen zetten.

Door Joost van Mierlo

Dat is de boodschap van Thomas Piketty, de Fransman die het zeldzame genoegen had om als econoom een heuse bestseller te schrijven: 'Capital in the Twenty-First Century'. Er werden wereldwijd meer dan twee-en-half miljoen exemplaren van verkocht.

Piketty is een van de meest radicale economen van deze tijd, wat wellicht zijn succes verklaart. Hij wil de grote maatschappelijke problemen van deze tijd – naast ongelijkheid vooral ook klimaatverandering – aanpakken met een rigoureuze herverdeling van vermogens. Daarbij gaat het niet alleen om een door hem gewenste vermogensbelasting van 'in ieder geval' 2%, zoals hij recent duidelijk maakte in een interview met Bloomberg, maar ook door een 'aanzienlijke' erfbelasting, waarvoor het politieke draagvlak vooralsnog ontbreekt.

In een recente voordracht aan de London School of Economics deelde Piketty zijn nieuwste inzichten over zijn gewenste veranderingen. Ze vormden een opmaat naar de vierjarige internationale studie naar de ontwikkelingen rond ongelijkheid, waarvan de definitieve resultaten volgend jaar in Parijs zullen worden gepresenteerd.

Volgens Piketty is er reden tot optimisme als het gaat om het verminderen van de ongelijkheid in de

wereld. 'In de afgelopen eeuwen is er overal ter wereld sprake van een afname van ongelijkheden. In sommige delen van de wereld ging het sneller dan elders, maar de trend is algemeen.' Het is volgens Piketty een kwestie van politieke keuzes om het proces, dat sinds het einde van de jaren negentig ook in het Westen lijkt te zijn onderbroken, opnieuw op gang te brengen en zelfs te versnellen.

De verschillen in ongelijkheid, gemeten naar koopkracht, zijn nog altijd enorm. In sommige landen, vooral in zuidelijk Afrika, heeft de rijkste 10% van de bevolking volgens de nieuwste gegevens van Piketty, de beschikking over ongeveer 70% van het nationale inkomen. In de noordelijke landen, inclusief Nederland, is dat percentage ongeveer 25%.

Hetzelfde geldt volgens Piketty voor het aandeel van het nationale inkomen – gemeten naar koopkracht – dat toebehoort aan de helft van de bevolking die het minst verdient. In sommige Noord-Europese landen loopt het

percentage op tot meer dan 35% van het nationale inkomen, als belastingen worden meegerekend, terwijl het in zuidelijk Afrika blijft bij een volgens Piketty 'miserabele' 5%.

De verschillen zijn nog altijd enorm. 'Het gaat hier niet alleen over inkomen', aldus Piketty,

'Het gaat hier niet alleen over inkomen. Het heeft ook met waardigheid te maken en met de mogelijkheden om de huidige situatie te verbeteren.'

CV

Thomas Piketty



Thomas Piketty had volgens de overlevering trotskistische ouders, maar een stage in de toenmalige Sovjet-Unie maakte eind jaren tachtig een einde aan zijn sympathie voor het communisme. Hij groeide uit tot een van de grootste pleitbezorgers van een 'modern socialisme', waarin de herverdeling van rijkdom en vooral van erfenissen een belangrijke rol speelt. Piketty studeerde aan de École Normale Supérieure in Parijs en de London School of Economics. Hij schreef bestsellers als 'Capital' en 'Capital and Ideology', maar richt zich de laatste jaren ook op meer toegankelijke werken, zoals 'A Brief History of Equality'.

'Het heeft ook met waardigheid te maken en met de mogelijkheden om de huidige situatie te verbeteren.'

Piketty: 'Tegenwoordig is de rijkdom in de rijkste landen ter wereld gelijk verdeeld dan in de armere landen. Dat is zeker geen historisch gegeven, maar met de ontwikkeling van de verzorgingsstaat, in ieder geval in Noordwest-Europa, is er sprake van een trend richting meer gelijkheid naarmate landen welvarender worden.'

In Frankrijk bezit de armste helft van de bevolking op dit moment een vergelijkbaar deel van het nationale inkomen als de rijkste 10%, aldus Piketty. Als je teruggaat naar het einde van de achttiende eeuw, naar de periode rond de Franse Revolutie, was dat aandeel ongeveer vijf keer zo groot – net iets minder extreem dan wat men nu aantreft in de armste Afrikaanse landen.

De groep die volgens Piketty het meest heeft geprofiteerd van de inkomensverschuivingen in de afgelopen eeuwen is die van de middeninkomens. Twee eeuwen geleden representeerde deze groep – niet de bovenste 10%, niet de onderste 50% – nog slechts een relatief klein deel van het beschikbare inkomen. Tegenwoordig beschikt deze groep over een inkomen dat in verhouding staat tot het aantal mensen dat zij vertegenwoordigt. Dat is historisch gezien een ongekende ontwikkeling.

Piketty laat zien dat het

extremer wordt als je kijkt naar de rijkste 1% van de Noord-Europese bevolking. Nauwelijks een eeuw geleden vertegenwoordigden die nog 50% van het nationale inkomen, terwijl dat tegenwoordig minder dan 5% is. Het is precies deze ontwikkeling die duidelijk maakt dat iets vergelijkbaars ook in de komende eeuw mogelijk is, aldus Piketty.

Er is sinds de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw sprake geweest van een toename van de inkomensverschillen in de meeste Europese landen en zeker in de Verenigde Staten. 'Ik zou willen dat dat niet het geval was geweest', aldus Piketty, 'maar het heeft slechts een geringe invloed gehad op de vooruitgang die sinds het einde van de 19e eeuw is geboekt.'

Piketty schetst het scenario dat de ontwikkelingen van de afgelopen honderd jaar zich zullen voortzetten. Het betekent dat zuidelijk Afrika relatief iets beter zal gaan presteren dan in de afgelopen honderd jaar, al zal de vooruitgang marginaal zijn. Piketty wijst op de verschillen in investeringen in wat hij 'Human Capital' noemt. 'In Sub-Saharaans Afrika wordt gemiddeld tweehonderd dollar besteed aan onderwijs, ongeveer een

veertigste van wat gebruikelijk is in de Verenigde Staten of Noord-Europa. De situatie in Afrika zal iets verbeteren, maar de achterstand ten opzichte van de meer geavanceerde landen in de wereld, vooral in Noord-Amerika en Noordwest-Europa, blijft enorm.'

'De kennis die door de AI-ondernemingen wordt geëxploiteerd, is feitelijk het bezit van ons allemaal. Daar zouden we allemaal van moeten profiteren.'

>

‘De situatie in Afrika zal iets verbeteren, maar de achterstand ten opzichte van de meer geavanceerde landen in de wereld blijft enorm.’

Het is duidelijk niet het scenario waar Piketty op hoopt. ‘We testen modellen waarin er sprake is van een enorme herverdeling van inkomens, vergelijkbaar met hetgeen we in de afgelopen eeuw hebben gezien. Het is historisch gezien dus niet irreëel.’

In het verleden vonden veranderingen vooral plaats dankzij de enorme druk van de vakbonden in het noordwesten van Europa. Het is volgens Piketty geenszins vanzelfsprekend dat deze ontwikkelingen zullen plaatsvinden in de armste landen van Afrika. Het is geen eenvoudige opgave, zo realiseert hij zich. ‘Hoe kun je de politieke omstandigheden zodanig beïnvloeden dat het door mij gewenste scenario mogelijk is?’

Tien jaar geleden, zo houdt Piketty zijn gehoor voor, was een vermogensbelasting internationaal gezien nog een gotspe. Tegenwoordig zijn er tal van landen die volgens hem flirten met het idee.

Het heeft volgens Piketty te maken met een verschuiving van het politieke spectrum. In het verleden waren mensen met een meer dan gemiddelde opleiding geneigd om rechts te stemmen, terwijl mensen die minder onderwijs hadden genoten links stemden. Die situatie is in de afgelopen decennia enorm veranderd, waarbij de posities bijna 100% zijn gewijzigd.

De grootste verandering heeft plaatsgevonden rond de verschillen tussen de stad en het platteland. Bij de verkiezing van François Mitterand, zo maakt Piketty duidelijk, was er nauwelijks een verschil tussen zijn steun in de steden en de achterban op het platteland. Dat is allemaal veranderd, waarbij het platteland een enorme draai naar rechts heeft gemaakt.

Dat hangt volgens Piketty in eerste instantie samen met het feit dat de plattelandsbevolking zich vernederd voelde, omdat stedelingen toegang kregen tot geavanceerde voorzieningen zoals de hogesnelheidstrein en betere ziekenhuizen. Het tweede grote probleem is dat de traditionele achterban van sociaaldemo-

cratische partijen hard getroffen is door de gevolgen van het economisch liberalisme, veelal doorgevoerd onder regeringen waaraan socialistische of

sociaaldemocratische partijen deelnamen. Daarbij gingen veel strategische, traditionele industrieën teloor aan de goedkope arbeid die veelal Aziatische landen te bieden hadden.

Kijkend naar de toekomst wordt er vooral gekeken naar de rol die AI kan spelen. Piketty is sceptisch. ‘Het lijkt erop dat de belangen van de ondernemingen die zich in AI specialiseren de voorrang krijgen.’ Dat is volgens Piketty niet zoals het zou moeten zijn. ‘De kennis die door de AI-ondernemingen wordt geëxploiteerd, is feitelijk het bezit van ons allemaal. Daar zouden we allemaal van moeten profiteren. Maar dat is niet wat er op dit moment gebeurt.’

Het is een heel principiële discussie die op dit moment plaatsvindt. In hoeverre kunnen private ondernemingen toegang krijgen, en daardoor profiteren, van de toegang tot tal van persoonlijke informatie? Wat Piketty betreft is het antwoord duidelijk. De winsten die deze ondernemingen genereren moeten worden gebruikt, om niet te zeggen worden afgekalfd, om de ongelijkheid, zoals die nog altijd bestaat in de wereld, te verminderen.

Met president Trump in het Witte Huis lijkt hij het tij tegen te hebben. Maar Piketty is nog altijd energiek. ‘Het opent ook mogelijkheden’, aldus Piketty, ‘Het toont aan dat je sectoren heel anders kunt behandelen dan op dit moment gebeurt. Dat geldt trouwens niet alleen voor de high-tech sector, waar we het over hebben als we het over AI hebben, maar ook over de financiële sector en de sector voor luxe goederen, waarin mijn geboorteland Frankrijk zo excelleert.’

Het zijn volgens Piketty stuk voor stuk sectoren waar de overheid de winsten kan afromen, om deze te gebruiken voor het herdistribueren van inkomsten. Vooralsnog bevindt Piketty zich aan de verliezende zijde van het politieke spectrum, maar wie weet wat ons nog te wachten staat? ■

De AI-paradox: een ‘slimme’ economische stagnatie?

Waar je ook kijkt, je ziet overal nieuws over artificial intelligence (AI). Als je politici, economen en bedrijven moet geloven, komt er een nieuwe digitale dageraad. Miljarden vloeien naar startups die ‘iets met AI doen’, in de overtuiging dat we aan de vooravond staan van een nieuwe gouden eeuw. AI zal voor transformerende efficiëntiewinsten zorgen. Een mooie belofte, maar wordt die ook waargemaakt?

In de productiviteitscijfers van de Westerse economieën zien we deze verwachting niet terug. Sinds de jaren '80 vertraagt de groei van de productiviteit. Die groei – het met dezelfde inzet van mensen en middelen creëren van meer waarde – is de enige ware motor van duurzame welvaartsstijging. In 1987 formuleerde Robert Solow de ‘productivity paradox’ als volgt: ‘We see computers everywhere but in the productivity numbers.’ Hebben we bij AI met hetzelfde te maken?

Vele factoren, waaronder de maatstaven, spelen een rol. Dat het bbp geen adequate maatstaf is voor productiviteitsgroei, is genoegzaam bekend. Dat laten we voor wat het is.

De kern van de paradox ligt wellicht niet in de technologie zelf, maar in de toepassing ervan. Zoals bij alle innovatieve technologieën wordt het rendement niet door de technologie gemaakt, maar door de productieve toepassing. En hier zien we een cruciale splitsing. De belangrijkste factor zou wel eens kunnen zijn dat AI met name voor niet-productiviteitsverhogende activiteiten wordt gebruikt. Een groot deel van de AI-investeringen richt zich op wat we ‘verdringingssucces’ kunnen noemen: het beïnvloeden van consumptiegedrag om marktaandeel te veroveren. Denk aan de legers van briljante ingenieurs die algoritmes perfectioneren. Niet om onze logistieke ketens te optimaliseren, maar om onze aandacht een paar seconden langer vast te houden op een social media feed. Dit levert winst op voor één bedrijf, maar leidt niet tot

maatschappelijke productiviteitstoename. Het is een zero-sum game binnen een stagnerende economie.

Natuurlijk, andere factoren zoals een onvermijdelijke implementatievertraging – vergelijkbaar met de decennia die nodig waren om elektriciteit volledig te integreren – en chronische meetproblemen in onze diensteneconomie spelen een rol. Maar de meest urgente vraag is of we ons kapitaal en talent wel op de juiste problemen richten.

De focus op de niet-productieve toepassing van AI is geen abstract academisch debat, maar betreft een directe bedreiging voor onze welvaart en democratie. De Westerse samenleving heeft te maken met vergrijzing. Minder arbeidskrachten betekent dat de productiviteit moet stijgen, willen we op de lange termijn een strijd over de verdeling van een krimpende welvaart voorkomen. Te grote ongelijkheid vormt een vruchtbare voedingsbodem voor polarisatie en populisme. Dat is niet goed voor de toekomst van de democratie.

Het voorgaande heeft ook praktische betekenis voor onder andere de pensioenfondsen met verplichtingen die tientallen jaren doorlopen. Zij zijn afhankelijk van veronderstelde rendementen die gebaseerd zijn op verwachte groei, en hun beleggingen zijn op deze aanname gebouwd. Geen groei, geen rendement. Adequate pensioenuitkeringen worden dan een maatschappelijk probleem.

De conclusie is: wees selectief. Politici en beleggers zullen goed moeten nadenken over welke AI-activiteiten en investeringen ze willen bevorderen dan wel financieren. Het is hun taak om kapitaal en beleid te sturen naar de toepassingen die echte maatschappelijke productiviteitsgroei opleveren. Onderscheid maken tussen investeringen die onze samenleving rijker maken en investeringen die slechts de status quo in stand houden, is van groot belang voor onze toekomst. Als we dat nalaten, investeren we niet in een rijkere toekomst, maar financieren we slechts een slimmere versie van economische stilstand. ■



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



Transparant, toekomstgericht en duurzaam vermogensbeheer

Duurzaam beleggen vangt de laatste tijd wat tegenwind, maar bij a.s.r. vermogensbeheer blijft duurzaamheid het fundament onder de strategie. CEO Patrick Klijnsmit en Raquel Criado Larrea, Hoofd Responsible Investments, vertellen hoe zij financiële én maatschappelijke waarde koppelen, vanuit een duidelijke focus en de overtuiging dat engagement meer oplevert dan uitsluiting.

Door Michiel Pekelharing Fotografie Kees Rijken Fotografie

Wat kenmerkt de duurzaamheidsstrategie van a.s.r.?

Raquel Criado Larrea: 'Wat ons onderscheidt, is dat duurzaamheid bij a.s.r. niet losstaat van de kernactiviteit. In de verzekeringsbranche draait alles om de lange termijn en dat vereist automatisch een duurzame blik. Ons beleid wordt breed gedragen, van de Raad van Bestuur tot aan de sollicitanten die bij ons binnenkomen. Iedereen weet dat duurzaamheid een vanzelfsprekend onderdeel is van ons werk.'

Patrick Klijnsmit: 'Duurzaamheid zit in het DNA van a.s.r. In 2007 hebben we ons beleid geformaliseerd, onder meer naar aanleiding van maatschappelijke discussies over beleggingen in controversiële sectoren. De kredietcrisis die kort daarop volgde, heeft dat besef alleen maar versterkt: als financiële instelling heb je een maatschappelijke verantwoordelijkheid. Sindsdien is ESG geen aparte afdeling of een 'vinkje', maar iets wat door alle lagen van de organisatie heen loopt. Het komt letterlijk elke dag terug aan de beleggingsdesks en in de gesprekken die we voeren. Die consistentie maakt ons uniek en geeft richting aan alle keuzes die we maken.'

Welke keuzes hebben jullie gemaakt in de recente strategie?

Criado Larrea: 'Na de integratie met Aegon Nederland hebben we samen nagedacht over waar we als beleggers het meeste verschil konden maken. Dat heeft geleid tot vier focusthema's: klimaatverandering en energie-

transitie, biodiversiteit en natuurlijke hulpbronnen, gezondheid en welzijn, en mensenrechten. Voor elk thema hanteren we drie manieren van werken. De eerste is negatieve impact verminderen, oftewel 'reduce harm'. Daarnaast helpen we bedrijven transformeren, wat we omschrijven als 'drive change'. En als laatste investeren we actief in positieve impact, oftewel 'create impact'. Samen vormt het een matrix, ons kompas. Het zorgt ervoor dat we niet verzanden in losse initiatieven, maar structureel bijdragen aan verandering.'

Klijnsmit: 'Die focus is essentieel. Je kunt als asset manager niet op elk ESG-terrein even goed zijn. Door duidelijke thema's en aanpakken te formuleren, heb je een structuur die houvast geeft. Of het nu gaat om een private equity-deal of een nieuw engagementtraject, we toetsen altijd langs die matrix of het klopt. Dat maakt onze keuzes transparant en doordacht.'

Wat hebben jullie al waargemaakt? En hoe meten jullie dat?

Klijnsmit: 'Onze eerste impactdoelen formuleerden we al in 2018. Die hebben we niet alleen gehaald, maar vaak ook overtroffen. In 2024 hebben we de lat opnieuw hoger gelegd, met als ambitie om minstens 10% van onze portefeuille in impact investments te hebben. Maar we maken het onszelf niet makkelijk. We hebben bijvoorbeeld bepaald dat maximaal de helft daarvan in green bonds mag zitten. Zo voorkomen we dat we impact 'recyclen' door bestaande groene obligaties door te >



CV

Raquel Criado Larrea

Raquel Criado Larrea is sinds 2009 werkzaam bij a.s.r. vermogensbeheer als head of Responsible Investing. In die rol is zij verantwoordelijk voor het opstellen en uitvoeren van het responsible investing beleid. Daarvoor had Raquel diverse andere functies binnen ING Groep en General Electric. Zij behaalde een Master of Laws (LL.M.) aan de Universiteit van Salamanca inclusief International Law aan de Universiteit van Leiden en een MBA van ESADE in Barcelona.

schuiven. Het vraagt misschien iets meer inspanning, maar we willen écht additionele impact creëren. Zo maken we op de lange termijn het verschil voor investeerders en deelnemers.’

Criado Larrea: ‘We kijken daarbij verder dan alleen klimaat. Voor ons is sociale impact net zo belangrijk. Denk aan investeringen in betaalbare woningen, onderwijs en gezondheidszorg. Daarvoor hebben wij ook een sub-target vastgesteld binnen onze impactdoelstelling: minimaal € 2 miljard in onze sociale focusthema’s. Een mooi voorbeeld is onze deelname via een fonds in een onderneming die mentale gezondheid toegankelijker maakt, juist voor jongere generaties.’

Waarom focussen jullie primair op CO₂-intensiteit?

Criado Larrea: ‘CO₂ is meetbaar, vergelijkbaar en internationaal erkend. Daarom kiezen wij voor CO₂-intensiteit als een belangrijke maatstaf. Het zegt veel over de daadwerkelijke impact die een bedrijf of portefeuille heeft. Natuurlijk zijn er ook andere thema’s, zoals biodiversiteit of inclusie, maar daar bestaan nog geen uniforme meetmethodes voor. Dat betekent overigens niet dat we die onderwerpen negeren. Integendeel, we ontwikkelen samen met de wetenschap en sectorinitiatieven nieuwe maatstaven om ze in de toekomst ook meetbaar te maken.’

Klijnsmit: ‘Ons doel is om in 2045 volledig net-zero te zijn, met een belangrijke tussendoelstelling van 25% minder CO₂-intensiteit in 2030 ten opzichte van 2023. Dat is ambitieus, maar we geloven dat het haalbaar is. We hadden het nooit opgeschreven als het onrealistisch zou zijn en we willen aan de andere kant de lat natuurlijk niet te laag leggen. Tegelijkertijd zijn we afhankelijk van de maatschappelijke context. Als overheden zouden besluiten om het klimaatbeleid en de eigen klimaatambities terug te draaien, dan wordt het ingewikkeld. Maar zolang die context meewerkt, zijn we ervan

overtuigd dat we de doelstellingen halen.’

Hoe gaan jullie om met de politieke en maatschappelijke tegenwind voor ESG-investeringen in sommige delen van de wereld?

Klijnsmit: ‘We zien dat er een tegenbeweging op gang is gekomen, zeker vanuit de Verenigde Staten. Grote partijen trekken zich terug uit klimaatafspraken of uit net zero-initiatieven. Dat kan op de korte termijn schuren, maar onze overtuiging staat als een huis: verantwoord beleggen is ook economisch noodzakelijk. Kijk naar de toenemende schadelast door klimaatverandering – van overstromingen tot hagelbuien – dat heeft directe financiële impact. Voor ons is de boodschap duidelijk: duurzaam beleggen is niet alleen goed voor de wereld, het is ook de verstandigste keuze voor de lange termijn.’

Criado Larrea: ‘Die tegenwind biedt trouwens ook kansen. Als sommige partijen zich terugtrekken, ontstaan er mogelijkheden om juist wél te investeren in projecten die tijdelijk minder populair zijn, maar op de lange termijn hard nodig blijven. Natuurlijk vergt dat moed en een goed afwegingskader. We kijken altijd fundamenteel: wat verandert er in de maatschappij en welke rol kunnen wij daarin spelen? Engagement is misschien wel de krachtigste manier om verandering te stimuleren. We sluiten niet meteen bedrijven uit, maar gaan met hen in gesprek. Real-world impact is voor ons niet zwart-wit. Soms betekent het dat je een bedrijf helpt transformeren van ‘bruin naar groen’. Juist dát kan op de lange termijn het meeste verschil maken. En dat bedoelen wij niet alleen in de milieusfeer. Een mooi voorbeeld is ons engagement met fastfoodketens, waar we ons inzetten voor een gezonder aanbod op het menu. Het gaat ons er niet om dat het bedrijf zijn businessmodel overboord gooit, maar wel dat er gezonde alternatieven zijn en dat er rekening wordt gehouden met kwetsbare doelgroepen, zoals kinderen. Dat soort nuances maakt het verschil.’

Patrick Klijnsmit

Patrick Klijnsmit is sinds 1 april 2023 CEO van a.s.r. vermogensbeheer. Hij is na zijn start bij het hypotheekbedrijf van Stad Rotterdam Verzekeringen via onder andere CFO Vermogensbeheer en Directeur Finance, Risk & Performance Management binnen a.s.r. doorgegroeid. Hij studeerde bedrijfseconomie en fiscale economie aan de Universiteit van Amsterdam waar hij ook promoveerde.



Klijnsmit: ‘Uitsluiting is soms noodzakelijk, maar het is eigenlijk het laatste redmiddel. Veel liever zetten we in op engagement, omdat dat écht kan leiden tot transformatie. We proberen de ‘fun in ESG terug te brengen’. Het is leuker om bedrijven mee te nemen in de verandering dan ze simpelweg de rug toe te keren. Uiteindelijk levert dat meer waarde op voor zowel de maatschappij als voor onze klanten.’

Hoe zorgen jullie voor een goede balans tussen financieel en duurzaam rendement voor klanten en deelnemers?

Klijnsmit: ‘Onze klanten verwachten zowel een goed rendement als een verantwoorde belegging. Die belangen gaan hand in hand. We hebben decennialange ervaring met asset-liability management, waardoor we weten hoe we rendement, risico en verplichtingen optimaal kunnen combineren. Het is niet onze taak om alleen het hoogste financiële rendement na te jagen, maar ook niet om alleen maar idealistisch te investeren. Het gaat om de balans. We beleggen niet alles in windmolens, maar spreiden over sectoren en thema’s zodat we ook op korte termijn robuust zijn.’

Criado Larrea: ‘Duurzaamheid is voor ons ook een economisch verhaal. Als je de wereld uitput, krijg je daar onvermijdelijk de rekening van gepresenteerd. Andersom geldt hetzelfde: als je te idealistisch bent en rendement uit het oog verliest, droogt de financiering op en kun je geen nieuwe impact maken. Wij kijken dus altijd dubbel: maatschappelijk én financieel rendement.’

De ontwikkelingen op het vlak van duurzaam beleggen volgen elkaar snel op. Hoe zorg je ervoor dat je in dat opzicht blijft, of liever nog, vooroploopt?

Criado Larrea: ‘Innovatie is cruciaal om koploper te kunnen zijn. Daarom werken we intensief samen met partners buiten onze eigen organisatie. Met de Plastic Soup Foundation onderzoeken we bijvoorbeeld hoe je de

impact van plastic beter kunt meten. En samen met de Universiteit van Amsterdam hebben we een onderzoekscentrum opgericht dat zich richt op ESG-data en kunstmatige intelligentie. Zo werken promovendi en onderzoekers direct samen met ons beleggingsteam. Dat levert niet alleen ons, maar ook de sector praktische inzichten op, en het helpt de wetenschap om dichterbij de praktijk te komen.’

Klijnsmit: ‘Wij zien ESG nadrukkelijk niet als een wedstrijd. Natuurlijk zijn we trots als we prijzen winnen, maar uiteindelijk moeten we dit samen doen. Als sector hebben we de verantwoordelijkheid om gezamenlijk stappen te zetten. Daarom delen we graag kennis en inzichten, ook met andere partijen. Die samenwerking maakt ons allemaal sterker en versnelt de verandering die nodig is.’

Waar verheugen jullie je het meest op als je naar de toekomst kijkt?

Klijnsmit: ‘Wat mij het meeste energie geeft, is innovatie. De windmolens en zonnepanelen kennen we inmiddels, maar de volgende stappen komen eraan: batterij-technologie, slimme energienetten, nieuwe oplossingen in de gezondheidszorg. Wij kunnen als belegger bijdragen aan doorbraken waarvan we nu misschien nog niet eens weten dat ze eraan komen. Die ontdekkingsreis maakt dit werk zo boeiend.’

Criado Larrea: ‘Voor mij is duurzaamheid niet alleen een verhaal van crises en doemscenario’s. Natuurlijk zijn de uitdagingen groot, maar er zijn ook ontzettend veel inspirerende initiatieven en ondernemers die de wereld mooier maken. Daar mogen wij aan bijdragen, en dat geeft veel voldoening. Ik vind het prachtig dat ons werk niet alleen gaat over cijfers en rendement, maar ook over betekenis, toekomst en vooral ook over de wereld waarin deelnemers straks leven.’ ■

It runs in the family

De combinatie van de boeiende inhoud en de relevantie voor de samenleving maakt de pensioensector voor hem de ideale omgeving. Financial Investigator sprak met pensioenfondsbestuurder Morris de Jong.

Door Lies van Rijssen

'Aanvankelijk wilde ik computerspellen ontwikkelen, maar mijn schoonouders stimuleerden me om te kiezen voor de studie Finance & Control. Ze runden een trustkantoor en overtuigden me ervan dat werken in de financiële sector me zou bevallen. Ik leerde de trustsector tijdens mijn studie al goed kennen, maar des te meer toen ik in hun bedrijf ging meekijken. Juist in die tijd stortte nieuwe wetgeving een grote hoeveelheid extra integriteits- en compliance-eisen over de sector uit. Hoe uitdagend wil je het hebben? Doordat we meerdere klanten (veelal vastgoedbedrijven of financieringsmaatschappijen) bedienden en begeleidden voor het totaalplaatje van hun bedrijfsvoering, werd dit een uiterst leerzame periode voor me. Ik kreeg inzicht in allerlei facetten van het functioneren van een financieel bedrijf.

Thuis vertelde ik over wat ik op het werk leerde. Mijn moeder is al sinds 2008 pensioenconsulent en nadat ik zelf in de financiële sector terecht was gekomen, kreeg ik op slag meer binding met haar vak. Een van de raakvlakken waarover we van gedachten wisselden, was het DNB-toezicht dat voor beide sectoren geldt. Mijn interesse voor de pensioensector groeide snel. Ik ging inzien dat pensioen bepaald geen eendimensionaal werkveld was, maar juist een heel diverse omgeving waarin disciplines als risicomanagement, vermogensbeheer, communicatie en juridische zaken meespeelden. Het was ook mijn moeder die me erop attendeerde dat pensioenfondsen op zoek waren naar jongeren om hun besturen te versterken.

Het balletje ging rollen. De pensioensector bleek een wereld die bij mij paste. Ik

stuurde een open sollicitatie naar de FNV en werd uitgenodigd voor een gesprek. Even later zat ik in het bestuur van drie verschillende pensioenfondsen. Waar de trustsector zich vooral richt op vermogende individuen of grote corporates, is in de pensioensector het maatschappelijke heel belangrijk. Je verzorgt met elkaar de pensioenen voor een zeer groot deel van de werkenden in Nederland. Dat spreekt me aan.

De invoering van de Wtp zie ik als een van de belangrijkste recente ontwikkelingen in onze sector. Het is een groot dagelijks thema in mijn werk. De invoering moet secuur gebeuren en vraagt veel aandacht. Evenwichtigheid, de juiste invulling van de kaders: de Wtp raakt veel meer dan alleen de pensioensector. Ook de actuarissen, de vermogensbeheersector en de IT-sector, die pensioensystemen ontwerpt voor de pensioenadministratie met alle bijbehorende eisen aan onder andere datakwaliteit, zijn ermee aan de slag. De gang naar het nieuwe pensioencontract speelt al lang en toch zijn we nog steeds aan het leren hoe het nu precies vorm moet krijgen. Als bijeffect creëert de invoering van Wtp een soort level playing field tussen bestuurders. Jong en oud zijn die nieuwe wereld aan het ontdekken. De

Wtp heeft enorme impact op de pensioenen van velen. De impact bij de pensioenfondsen zit hem ook in de aangescherpte regelgeving en de hoge kosten die met de transitie gemoeid zijn.

Het nieuwe stelsel brengt meer regeldruk met zich mee en de vrijheden van besturen om de uitvoering van pensioenregelingen in te vullen, nemen af. Toezichthouders houden

'Voor de buitenwereld kan een besluitvormingsproces zwart-wit lijken. Als je er middenin zit, zie je dat er heel verschillende perspectieven over tafel komen voordat het besluit valt.'

CV

Morris de Jong

Morris de Jong studeerde Finance & Control aan de Hogeschool Utrecht en volgde diverse pensioenopleidingen aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en bij SPO/Nyenrode. De Jong is in dienst van FNV en sinds 2021 bestuurder bij Oak Pensioenfondsen, Bedrijfstakingsoenfondsen voor de Betonproductenindustrie en Bpf. HiBiN.



een vinger aan de pols, bijvoorbeeld bij de invulling van het concept ‘evenwichtigheid’. Dat was tot nu toe aan de fondsbesturen. Soms botst de visie van het toezicht met die van een fondsbestuur. Ik begrijp de noodzaak van de nieuwe wet- en regelgeving, maar een onbedoeld effect is wel dat het voortbestaan van kleinere partijen soms onhoudbaar lijkt. Dat vind ik jammer. Schaal heeft voordelen, maar alleen maar consolideren levert een soort oligopolie op. Is dat waar we naartoe moeten? Ik denk dat kleiner zijn ook voordelen heeft. Bij de kleine trustkantoren zag ik destijds echte aandacht voor de klant. Grotere bedrijven kunnen misschien efficiënter werken, maar het risico bestaat dat zij in de persoonlijke relatie met hun klanten tekortschieten. Dat gaat ook op voor pensioenfondsen en hun deelnemers. Fondsbestuurders willen weten wie hun deelnemers zijn. Kan dat nog als je een paar miljoen deelnemers vanuit veel verschillende sectoren en branches bedient?

Naast de Wtp zijn risicomanagement en vermogensbeheer, en de regelgeving die daarvoor is en wordt ontwikkeld op basis van IT en duurzaamheid, belangrijke thema's in mijn werk. Hoe zorgen we dat de cybersecurity bij onze pensioenfondsen op orde is? Wat willen onze deelnemers dat we op duurzaamheidsgebied in de uitvoering implementeren en hoe verhoudt dat zich met de risico's die wij als bestuurders zien? Ik vind dat een pensioenfondsbestuur niet idealistisch moet beleggen. We zijn er om goede pensioenen voor onze deelnemers te

verzorgen, uiteraard in een leefbare wereld. Het is belangrijk hierbij goed naar onze deelnemers te luisteren. Wat willen zij? Het gaat immers om hun pensioen. Ik las onlangs dat de uitstootverminderingen in pensioenfondsportefeuilles vooral door uitsluiting blijken te zijn veroorzaakt en maar voor 2% of 3% doordat bedrijven minder zijn gaan uitstoten. Zijn we met al die uitsluitingen dan wel op de goede weg? Kunnen we niet beter de samenwerking opzoeken met de bedrijven waarin we investeren en ze via engagement bewegen tot een duurzamere bedrijfsvoering? Ik denk dat deelnemers dat belangrijker vinden dan uitsluitingen, waardoor we het werkelijke probleem laten liggen. Hierover discussiëren besturen momenteel veelvuldig.

Dat diversiteit en inclusie permanent hoog op de pensioenfondsenagenda staan, vind ik positief. Zonder die aandacht was het zeer de vraag of ik op deze leeftijd dit werk was gaan doen. Maar veel belangrijker is nog dat diversiteit en inclusie bewezen leiden tot betere besluitvorming, omdat er meer verschillende inzichten op tafel komen. In een divers en inclusief bestuur is de

kans op kudgededrag kleiner. Ervaring en kennis zijn nodig, maar uiteindelijk gaat het om de complementariteit van het bestuur als geheel. Het is ook niet gezond als bestuursleden voor hun opvolging op zoek gaan naar klonen van zichzelf. Natuurlijk is continuïteit van kennis wel van belang. Ik zie daarom niet zo veel in het verkorten van de zittingstermijn van bestuursleden waar de

‘Ik heb van huis uit een sterk rechtvaardigheidsgevoel en oog voor het maatschappelijke meegekregen. Die combinatie helpt mij in mijn werk.’

‘Alleen maar consolideren levert een soort oligopolie op. Is dat waar we naartoe moeten?’

Code op aanstuurt. Het is voor een bestuur van acht personen onrustig besturen als er elk jaar een bestuurslid uitstapt.

Diversiteit en inclusie gaan hand in hand als je de participatie van alle bestuursleden in een divers samengesteld bestuur wilt bevorderen. Want het gaat er niet alleen om uitgenodigd te worden voor het feest, je moet ook mogen meedansen. Als voorzitter van Pensioenlab heb ik dit uitgedragen en ik blijf dat doen binnen de besturen waarin ik zit. Ook diversiteit op basis van karakter en denken, vind ik trouwens belangrijk.

Alles dien je genuanceerd te beschouwen. Dat is een belangrijk inzicht dat ik in mijn werk in de boardroom heb opgedaan. Voor de buitenwereld kan een besluitvormingsproces zwart-wit lijken. Als je er middenin zit, zie je dat er heel verschillende perspectieven over tafel komen voordat een besluit valt.

Er zijn tot nu toe meerdere momenten geweest in mijn loopbaan die ik als cruciaal beschouw. Ten eerste het moment waarop ik dit werk kon gaan doen. Ik heb een bijzondere rol en ben dankbaar dat mij de kans is gegund om die op mijn leeftijd al te vervullen. Dan was er het moment waarop we de pensioenen weer konden gaan indexeren. Ik vond het een bijzondere verantwoordelijkheid te mogen meebeslissen over iets dat mensen direct in hun portemonnee voelen. Ik heb veel geleerd van het besluitvormingstraject, waarbij evenwichtig handelen als bestuur centraal stond en we inzicht moesten hebben in hoe het besluit zou uitpakken voor de verschillende groepen. Ook het moment van de introductie van de Wtp was en is belangrijk: het gaat om een enorm verandertraject dat een zeer zorgvuldige aanpak vereist.

Toen ik begon met dit werk, was al mijn pensioen kennis afkomstig uit de gesprekken die ik met mijn moeder had gevoerd. Het vak van bestuurder was volledig nieuw voor me. Het is een grote uitdaging geweest om ondanks het ontbreken van die ervaring toch mijn boodschap over te brengen, actief in vergaderingen te participeren en zo mijn steentje bij te dragen. Aanvankelijk was dat heel spannend. Ik stel ook vast dat ik veel mazzel heb gehad met de besturen waarin ik terecht ben gekomen. Iedereen was steeds toegankelijk en begripvol. Ze namen

me altijd serieus. Die inclusieve opstelling heb ik enorm gewaardeerd en heeft me het comfort gegeven om vanaf dag één een actieve opstelling te durven kiezen.

Uitdagend was ook het noodzakelijke leren over twee pensioensystemen tegelijk – de oude FTK-wereld en de nieuwe wereld van de Wtp die nog in ontwikkeling was. Maar ik voel me op mijn plek. Wellicht blijkt het later een verworvenheid te zijn dat er nog mensen zijn die ook de historie kennen.

Pensioenfondsen werken cyclisch. De bestuursondersteuning bereidt die cycli goed voor. Maar op een gegeven moment krijg je de piekmomenten en moet het bestuur wel allerlei besluiten nemen. De balans tussen werk en privé is in zulke tijden weleens een heikel punt. Gelukkig krijg ik dan alle support van mijn partner.

Ik heb het altijd inspirerend gevonden om me te verdiepen in het reilen en zeilen van organisaties. Of het nu om trustkantoren of pensioenfondsen ging. Ik heb van huis uit een sterk rechtvaardigheidsgevoel en oog voor het maatschappelijke meegekregen. Die combinatie helpt mij in mijn werk, dat ik niet alleen heel interessant vind, maar dat ook mijn manier is geworden om me voor de samenleving in te zetten.

Momenteel lees ik een boek over private equity. Maar ook heb ik recent twee poëziebundels gekocht. De auteur koos die vorm om over haar traumatische ervaringen te schrijven. Haar onderwerp interesseert me erg. Ook het werk van Steve Cavanagh lees ik graag. Deze Ier, voormalig advocaat, schrijft thrillers met in de hoofdrol een louche Amerikaanse advocaat die bijzondere moordzaken oplost. Boeiende plots, grootse humor. En afgelopen zomer heb ik eindelijk 1984 van George Orwell gelezen, als luisterboek. Orwell schreef het kort na de Tweede Wereldoorlog en nog steeds is het uiterst relevant. Het autocratisch leiderschap dat hij beschrijft, waar we redelijk vanaf leken te zijn, duikt op diverse plekken in de wereld helaas weer op. Als samenleving zouden we onze vrijheden veel beter moeten bewaken en koesteren. Doen we dat niet, dan kan het vreselijk misgaan.’ ■

Pensioenseminar 'Vanuit Impactbeleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie'

Datum: 30 oktober 2025, 11.00 – 17.20 uur

Locatie: Hoofdkantoor a.s.r., Utrecht

Hoe verhouden impactbeleggen en de transitie naar een klimaatneutrale en circulaire economie zich tot elkaar binnen het beleggingsbeleid? Is klimaatneutraliteit vooral een kans, of meer een manier om beleggingsrisico's te mitigeren?

Hoe beoordeel je de risico-rendementskarakteristieken van circulaire of klimaatneutrale beleggingen? Is investeren in defensie verenigbaar met impactbeleggen?

Deze en andere relevante vragen staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst 'Vanuit Impactbeleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie' op donderdag 30 oktober 2025, van 11.00 tot 17.20 uur op het hoofdkantoor van a.s.r. in Utrecht, onder leiding van **Alfred Kool**, niet-uitvoerend bestuurslid bij ABP.

Programma

- 10:30 uur: Koffie & registratie**
11:00 uur: Welkom & Inleiding
Alfred Kool, Niet-uitvoerend bestuurslid, ABP
- 11:15 uur: De Rol van Institutionele Beleggers bij de Transitie naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie**
Prof. Dr. Dirk Schoenmaker, Professor of Banking and Finance, Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit en Erasmus Platform for Sustainable Value Creation
- 11:45 uur: Impactbeleggen en Real Assets**
Almar Rietberg, MT-lid, Hoofd Client Solutions, a.s.r. real assets investment partners
- 12:15 uur: Van Intentie naar Implementatie: Impactportefeuilles als Motor voor Klimaattransitie**
Ita Demyttenaere, Sustainable and Transition Solutions Manager, BlackRock
- 12:45 uur: Lunch**
- 13:20 uur: Beleggen met impact binnen Alternative Fixed Income**
Mathijs Lindemulder, Hoofd Duurzaamheid en Impact, Aegon Asset Management
- 13:50 uur: Impactbeleggen in bescherming en herstel van biodiversiteit**
Karlijn van Lierop, Manager Impact Investing, Achmea Investment Management
- 14:20 uur: Koffiepauze**
- 14:35 uur: Theory of Change als basis voor uw impactbeleggingsstrategie**
Hadewych Kuiper, Managing Director, Triodos Investment Management
- 15:05 uur: Paneldiscussie 'Hoe verhouden impactbeleggen en de transitie naar een klimaatneutrale en circulaire economie zich tot elkaar? Is investeren in defensie verenigbaar met impactbeleggen?' met:**
• **Anne Gram**, Board Member and Investment Professional with a passion for Sustainability
• **Leticia Ferreras Astorqui**, Lead Portfolio Manager, Development Finance & Impact Credit, Allianz Global Investors
• **Mies Ligtenberg**, Responsible Investments & Impact lead, a.s.r. vermogensbeheer
- 15:35 uur: Koffiepauze**
- 15:50 uur: Opgave van en uitdagingen en mogelijke oplossingen voor de Nederlandse Energietransitie**
Reiniera van der Feltz, Kwartiermaker, Strategisch Adviseur, (Uitvoerend) Bestuur en Intern Toezicht
- 16:20 uur: Duurzame investeringen in Private Debt**
Robin van den Brandhof, Co-Founder and Chief Operating Officer, Colesco Capital
- 16:50 uur: Paneldiscussie 'Hoe kunnen pensioenfondsen gezamenlijk optrekken om de markt voor circulaire en klimaatneutrale investeringen te vergroten?' met:**
• **Krispijn Bertoen**, Head of Responsible Investment, MN
• **Sytske Groenewald**, Head of Impact Investing NL, Cardano
• **Stephan Langen**, Hoofd Portfoliomanagement, ASN Impact Investors
- 17:20 uur: Hapje & Drankje**

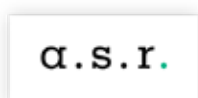
Registratie:

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders, medewerkers van bestuursbureaus en andere (buyside) professionals die betrokken zijn bij het beleggingsbeleid van pensioenfondsen (of verzekeraars).

Meer informatie: financialinvestigator.nl/seminar-30-10-2025



In samenwerking met:



Securities finance: accelerating solutions for pension funds' regulatory challenges

The introduction of the Future Pensions Act (Wet toekomst pensioenen, or Wtp) heralds a fundamental transformation of the Dutch pension system. For pension funds, this entails not only a new framework for pension accrual but also a significant shift in responsibilities concerning financial management. Consequently, liquidity management is moving to the forefront of pension board agendas.

By Maurits Daarnhouwer, Beta Steiner, Joanna Ksenzova and Olivier Zemb



Maurits Daarnhouwer

Product Manager, CACEIS



Beta Steiner

Head of Execution & Market Services, CACEIS

Previously viewed as an operational task, liquidity management under the Wtp is now a strategic pillar within overall risk management. Simultaneously, the growing use of derivatives and central clearing obligations is elevating the importance of effective collateral management. While traditionally used to ensure smooth settlement cycles, securities finance has evolved into a key tool for sourcing liquidity efficiently. Pension funds are increasingly utilising securities finance to meet this growing demand for liquidity. In this context, repurchase agreements (repos) present a valuable instrument for sourcing liquidity temporarily, ensuring long-term investment strategies remain intact while effectively managing risk exposures.

In a recent roundtable discussing changes in the Dutch pension sector and how securities finance products naturally fit in offering solutions, Maurits Daarnhouwer, pension fund regulation expert, discussed the topic with securities finance front-

office and client-facing experts, Beta Steiner, Olivier Zemb, and Joanna Ksenzova.

A fundamental shift in liquidity management

Daarnhouwer highlighted: 'The Wtp is a predominant topic among clients, fundamentally altering liquidity management. The transition from a Defined Benefit (DB) system to a more individual, Defined Contribution (DC)-like scheme has two critical implications. Firstly, pension assets are becoming more personal and transparent, necessitating faster and more flexible access to liquid resources. Secondly, the abolition of buffers and the coverage ratio framework means pension funds are more exposed to short-term market fluctuations. This demands more active and precise liquidity management, tailored to participant behaviour and market conditions.'

Zemb added: 'The Wtp has been, and will continue to be, challenging for Dutch pension funds. As with every challenge, solutions exist and should be explored as early as possible. Although the act came into force on 1 July 2023, the transition period lasts until 1 January 2028.'

Proactive liquidity and collateral strategies

Daarnhouwer stated: 'It will be interesting to see which of several methods pension funds will use to enhance their liquidity management in the future. There is the more dynamic, segmented management, categorising assets by liquidity profile, such as within one day, one week or one month, and linking them to specific obligations. There is the use of stress tests and scenario analyses to simulate the impact of market stress on liquidity. They may also choose greater reliance on contingent liquidity sources, including repo markets, credit lines, cash pools or buffers or perhaps more active monitoring of liquidity in private equity and real estate.' Ksenzova stated: 'We are already seeing increased demand from pension funds for flexible repo solutions, high-quality collateral and collateral optimisation tools and strategies.'

Daarnhouwer noted: 'Demand was expected to rise in line with the increase in use of interest rate and inflation derivatives for hedging risk increases, particularly as traditional buffers

disappear. Furthermore, growing central clearing obligations (EMIR), now require pension funds to post initial and variation margins, typically in cash or high-quality government bonds. This results in pension funds likely having to hold more liquid, collateral-eligible assets and utilise repos to convert less liquid holdings into acceptable collateral.'

Zemb expanded on this point: 'This rebalancing should increase the need for bridge financing. We may consequently see a spike in demand for repo and/or credit line facilities to fill these gaps. This is a pressing issue, as funds have already been asked to increase liquidity buffers since the end of the mandatory clearing exemption.'

Post-transition, as management becomes more active, we may see settlement frictions, leading to increased borrowing needs to prevent failed settlements and associated CSDR penalties. Furthermore, as funds invest in more liquid assets, they could be incentivised to enrol in securities lending programmes to generate additional revenue from their newly acquired High-Quality Liquid Assets (HQLA). The strategic question will then be how to allocate HQLA between a lending programme and collateral for derivatives. Solutions exist to optimise collateral management without diluting lending returns. Ultimately, in case of an HQLA shortfall, transformation trades – swapping ineligible for eligible assets – are also available.'

The participants agreed that the Wtp increases the volatility of inflows and outflows, making them less predictable and causing a significant impact on asset allocation and liquidity management for pension funds. However, these challenges are not insurmountable and solutions can be found either internally or by partnering with a third-party specialist.

The role of securities finance & central clearing

Steiner highlighted central clearing's growing role in managing liquidity needs, and Daarnhouwer agreed, adding: 'It is both a regulatory requirement and a useful tool because as the pension fund exemption for central clearing is being phased-out, more OTC derivatives will require clearing through Central

Counterparties (CCPs). CCPs demand cash margin payments, leading to higher cash requirements. This increases the necessity for pension funds to implement effective cash management solutions and meticulous liquidity planning.'

Steiner added: 'From the perspective of our existing lending clients, we see growing interest in third-party collateral management services, though the focus on CCP readiness is not yet as prominent. These changes however place additional pressure on cost management, and securities lending – a low-risk, low-impact solution – is a key element that can be integrated alongside repo and other strategies.'

According to Ksenzova: 'Current data from S&P Global Market Intelligence shows nearly € 200 billion in assets enrolled in securities lending programmes from lenders with a fiscal location in the Netherlands, with approximately 80% of lendable assets and assets on loan belonging to pension plans. The figure, however, excludes Dutch asset owners and managers incorporated in other jurisdictions, such as Luxembourg and Ireland.'

From a Dutch market perspective, pension plans hold 23% of the total value of Dutch securities (equities and bonds) available for lending, equal to some € 300 billion, surpassed only by mutual/retail funds (34%). This makes pension funds' participation in lending programmes vital for maintaining the liquidity and efficiency of the local market, especially with the move to T+1, the change of capital ratio requirements following the move to Basel IV, and other regulatory developments.'

Roundtable wrap-up

Steiner summarised the discussion, noting: 'With a flight to a broader diversity of liquidity solutions, managing the overall cost of these strategies is increasingly important. Securities finance is now recognised as a key tool for sourcing adequate liquidity, optimising portfolio performance, and mitigating rising regulatory costs. It is clear that pension funds must carefully consider the various options for optimising their liquidity management going forward.' ■



Joanna Ksenzova

Senior Sales Market Solutions,
CACEIS



Olivier Zemb

Head of Equity Finance and
Collateral Management, CACEIS

SUMMARY

Under the Wtp, liquidity management has shifted from an operational concern to a strategic priority.

Cash management, collateral solutions, and low-risk tools such as securities lending are increasingly essential to meet rising liquidity demands.

Securities finance – particularly repos – is a key tool for sourcing adequate liquidity, optimising portfolio performance, and mitigating rising regulatory costs.

Additief is eerlijk, maar verwarrend

De Wtp verbiedt herverdeling bij rendementstoedeling in de SPR zoals die ontstaat via de multiplicatieve methode. De voorgeschreven additieve methode voorkomt dit weliswaar, maar veroorzaakt spanningen tussen beleidsregels en de uitkering zoals gepensioneerden die ervaren.

Door Rik Albrecht, Henk Bets, Gerard van de Kuilen en Jan Willem van Stuijvenberg

In een nieuwsbericht van 28 april 2025 maakte DNB duidelijk dat de zogeheten multiplicatieve methode voor de toedeling van rendementen in de solidaire premieregeling in strijd is met de Pensioenwet. Artikel 10a, vijfde lid, vereist namelijk dat vooraf geen herverdeling tussen leeftijdscohorten mag plaatsvinden. DNB stelt dat alleen de additieve methode aan deze wettelijke eis voldoet. In dit artikel laten we zien hoe de multiplicatieve methode tot herverdeling leidt en waarom ook de additieve methode in de praktijk niet zonder valkuilen is.

Additieve versus multiplicatieve methode

In de solidaire premieregeling worden de individuele potjes collectief belegd, terwijl het fondsrendement verdeeld wordt volgens een van tevoren vastgesteld toedelingsbeleid voor beschermings- en overrendement. Het verschil tussen de additieve en de multiplicatieve methode zit in de grondslag voor het

overrendement. Bij de additieve methode wordt het overrendement verdeeld op basis van de beginsaldi van de persoonlijke pensioenvermogens. Bij de multiplicatieve methode wordt het overrendement verdeeld op basis van de beginsaldi van de persoonlijke pensioenvermogens vermeerderd met het toegekende beschermingsrendement.

Dat verschil leidt tot systematische herverdeling, zoals blijkt uit een rekenvoorbeeld.

Rekenvoorbeeld (Figuur 1)

Aan het begin van het jaar stellen we een toedelingsbeleid op dat past bij de risicohouding. Vervolgens beleggen we de individuele potjes in één collectieve beleggingsportefeuille die precies is afgestemd op de toegezegde bescherming voor renteverandering en blootstelling aan overrendement. Na een jaar delen we het gerealiseerde collectieve fondsrendement

in twee stappen toe.

Stap 1: Toedelen beschermingsrendement

Allereerst krijgt iedere deelnemer het rendement voor het verstrijken van de tijd over zijn volledige persoonlijke pensioenvermogen. Dat was dit jaar 4%. Vervolgens daalde de rente dit jaar van 4% naar 3%. In dit voorbeeld krijgt Middelman circa € 15.700 en Oudega circa € 9.500 beschermingsrendement voor renteverandering toebedeeld. Jongeneel krijgt, volgens het toedelingsbeleid, niets.

Stap 2: Toedelen overrendement

Nadat het beschermingsrendement is toebedeeld, blijft van het collectieve fondsrendement het overrendement over. De aandelen leverden dit jaar 10% op. Daarvan is 4% al toebedeeld als rendement voor het verstrijken van de tijd. Aldus resteert een overrendement van 6% (€7.500). In de additieve methode is

de verdeelsleutel voor het overrendement gebaseerd op de relatieve verhouding tussen de persoonlijke potjes aan het begin van het jaar en het beleid voor het overrendement. In de multiplicatieve methode is de verdeling anders. Het collectieve overrendement wordt nu verdeeld op basis van de potjes vermeerderd met het beschermingsrendement uit stap 1.

Ten opzichte van de additieve methode krijgt Middelman dus circa € 170 (3,8%) meer in de multiplicatieve methode. Jongeneel loopt hetzelfde bedrag mis, voor hem is dat 5,7%. Oudega haalt zijn schouders op bij deze herverdeling van het overrendement, want daar krijgt hij sowieso niets van.

Herverdeling

De kern van het probleem zit in het feit dat bij de multiplicatieve methode de toedeling van het overrendement mede afhangt van het toegekende beschermingsrendement (uit stap 1).

FIGUUR 1: VOORBEELD TOEDELINGSBELEID VOLGENS ADDITIEVE EN MULTIPLICATIEVE METHODE

Stap 1: Toedelen beschermingsrendement

	Primo pensioenvermogen	Beleid voor beschermingsrendement	Toebedeeld beschermingsrendement voor verstrijken van de tijd (4%)	Toebedeeld beschermingsrendement voor renteverandering (4% → 3%)	Ultimo pensioenvermogen
Jongeneel	€ 50.000	0%	€ 2.000	€ 0	€ 52.000
Middelman	€ 150.000	50%	€ 6.000	€ 15.700	€ 171.700
Oudega	€ 100.000	100%	€ 4.000	€ 9.500	€ 113.500

Stap 2: Toedelen overrendement (volgens additieve methode)

	Primo pensioenvermogen	Beleid voor overrendement	Toebedeeld overrendement (stap 2)	Toebedeeld beschermingsrendement (stap 1)	Ultimo pensioenvermogen
Jongeneel	€ 50.000	100%	€ 3.000	€ 2.000	€ 55.000
Middelman	€ 150.000	50%	€ 4.500	€ 21.700	€ 176.200
Oudega	€ 100.000	0%	€ 0	€ 13.500	€ 113.500

Stap 2: Toedelen overrendement (volgens multiplicatieve methode)

	Ultimo pensioenvermogen na Stap 1	Beleid voor overrendement	Toebedeeld overrendement (stap 2)	Ultimo pensioenvermogen
Jongeneel	€ 52.000	100%	€ 2.830	€ 54.830
Middelman	€ 171.700	50%	€ 4.670	€ 176.370
Oudega	€ 113.500	0%	€ 0	€ 113.500

Bron: Albrecht, Bets, Van de Kuilen, Van Stuijvenberg

‘Een zuivere toedelingsmethode is niet alleen een juridische, maar ook een communicatieve uitdaging.’

Dus, hoe groter de renteveranderingen, hoe groter de herverdelingseffecten. De herverdeling wordt groter wanneer de verschillen tussen de persoonlijke potjes en het beleid voor de toedeling van overrendement groter zijn.

In Figuur 2 is de rente aan het begin van het jaar steeds 4%, maar wordt de renteverandering gedurende het jaar gevarieerd.

Oudega in verwarring

Even terug naar Oudega en zijn persoonlijk potje van € 100.000. Stel we geven hem naast 100% beschermingsrendement niet 0%, maar 40% overrendement. Wat doet dat met zijn potje en uitkering?

Stap 1: Toedelen beschermingsrendement

Oudega is beloofd dat zijn uitkering van ca. € 8.600 per jaar voor 100% beschermd is tegen renteverandering. Hierboven hadden we al gezien dat hij daarvoor beschermingsrendement krijgt zodat zijn potje stijgt tot € 113.500.

Stap 2: Toedelen overrendement

Oudega verwacht dat zijn uitkering voor 40% meegroeit met het overrendement van 6%. Dat is dus 2,4%. Als we met de additive methode het overrendement toedelen, krijgt Oudega $€ 100.000 \times 6\% \times 40\% = € 2.400$ in zijn potje. Zijn potje van € 100.000 stijgt dus, zoals verwacht, met 2,4%.

Maar wat betekent dat voor zijn uitkering? Aan het begin van het jaar was de verhouding tussen zijn potje (€ 100.000) en zijn uitkering (€ 8.600) 11,63. Door het beschermingsrendement is zijn potje gestegen naar € 113.500 en is die verhouding aan het eind van het jaar 13,2. Dat betekent dat zijn uitkering door het overrendement stijgt met $€ 2.400 / 13,2 = € 182$. Dus is zijn uitkering gestegen met $€ 182 / € 8.600 = 2,12\%$. Oudega: ‘Huh, mijn uitkering zou toch met 2,4% stijgen!?’ Wat is uw antwoord als bestuurder als u Oudega aan de telefoon krijgt?

In de multiplicatieve methode is het percentage waarmee het pensioenvermogen verhoogd wordt wel gelijk aan het percentage waarmee de uitkering verhoogd wordt. Deze methode is op dit punt dus beter uitlegbaar.

Hoewel de additieve methode juridisch correct is, blijkt uit deze casus dat er ook bij deze methode een verschil kan ontstaan tussen de theoretisch toegezegde blootstelling aan overrendement en de effectieve uitwerking op de uitkering. Met name gepensioneerden zullen hun pensioen-uitkering als referentiepunt gebruiken en niet zozeer de ontwikkeling van het individuele pensioenvermogen. Pensioenfondsen doen er verstandig aan hier rekening mee te houden door te communiceren waar deelnemers effectief op mogen rekenen. Een zuivere toedelingsmethode is dus niet alleen een juridische, maar ook een communicatieve uitdaging. ■



Rik Albrecht

CFA, CPE, professioneel bestuurder en voorzitter beleggingsadviescommissie bij diverse pensioenfondsen, regisseur vermogensbeheer bij Roccade, docent bij SPO



Henk Bets

AAG. Directeur/Adviseur Actuarieel Adviesbureau Confident B.V.



Gerard van de Kuilen

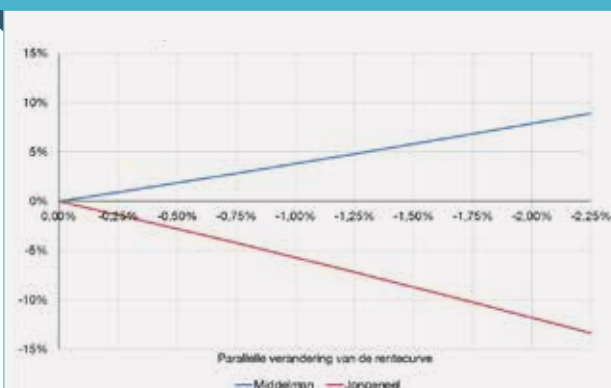
Bestuurder, Intern Toezichthouder, Docent bij SPO



Jan Willem van Stuijvenberg

Investment Consultant en eigenaar Van Stuijvenberg Financial Services

FIGUUR 2: MULTIPLICATIEF OVERRENDEMENT TEN OPZICHTE VAN ADDITIEF OVERRENDEMENT



Een rentedaling van 1% leidt ertoe dat Middelman in de multiplicatieve methode 3,8% meer overrendement ontvangt dan in de additieve methode. Jongeneel verliest zelfs 5,7% ten opzichte van de additieve methode. Dit is het gevolg van het kleinere beginsaldo van Jongeneel en zijn relatief hogere blootstelling aan overrendement.

Bron: Albrecht, Bets, Van de Kuilen, Van Stuijvenberg

Rol voor financiële sector bij herstel biodiversiteit

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



De ‘biodiversiteitsmarkt’ heeft groot potentieel, maar moet nog als zodanig worden herkend en expliciet worden gelinkt aan het mitigeren van biodiversiteitsverlies en het mogelijk maken van oplossingen. Tot nu toe is er geen bewijs dat regeneratieve landbouw of duurzame bosbouw slechter rendeert dan ‘traditionele’ land- of bosbouw. Dat biedt dus investeringskansen.

Biedt beleggen in biodiversiteit kansen?

Robert-Alexandre Poujade: ‘Jazeker. Juist omdat er zoveel verlies aan biodiversiteit is opgetreden (volgens het WWF is de biodiversiteit sinds de jaren ’70 meer dan 70% afgenomen), biedt het herstellen en teruggaan naar 100% gezonde ecosystemen een grote beleggingskans. Ik ben nogal optimistisch over de rol van de financiële sector om hieraan bij te dragen en het geld van onze klanten te kanaliseren richting herstel.’

Lucian Peppelenbos: ‘Het biedt een kans met toekomstgericht perspectief. De financiële materialiteit is vooralsnog beperkt, maar zal op termijn toenemen. Een subthema zoals water is in veel sectoren en regio’s financieel materieel, maar een thema als pesticiden is dat minder. Het hangt af van het beleid en van de voortgang in de reële economie. Op de langere termijn wordt beleggen in biodiversiteit steeds materiëler. De onderliggende wetenschap verandert niet, dus is het een toekomstgerichte transitiekans. Bedrijven die zich inrichten op deze transitie kunnen een aantrekkelijke belegging zijn. Veel van onze institutionele klanten hebben zo’n lange-termijnperspectief en voor ons als vermogensbeheerder biedt het dus een commerciële kans om met hen samen te werken.’

Sasha Miller: ‘Wij geloven dat er vandaag de dag investeringskansen liggen in gebieden als nature-based solutions en de opkomst van milieumarkten. Als grote natural capital-belegger in landbouwgrond en bosgrond richten we ons op vijf thema’s: biodiversiteit, bodemgezondheid, klimaatmitigatie en -veerkracht, water, en gemeenschappen. Wat vaak ondergewaardeerd blijft, is het potentieel van de vastrentende markten als een oplos-

sing met grote impact en hoge schaalbaarheid. We hebben nieuwe financieringsvormen ontwikkeld en verankerd: recent bijvoorbeeld de Amazon-herbebossingsobligatie, een outcome bond. Er bestaan ook instrumenten zoals blue bonds. Dit zijn mogelijkheden om kapitaal te mobiliseren voor concrete oplossingen en die draaien al een tijd. De templates die we maken, worden nu meer schaalbaar: wat eerder meer dan achttien maanden kostte om op te zetten, gaat nu sneller. Met zulke sjablonen kun je meer kapitaal mobiliseren om dringende kwesties op te lossen, waaronder biodiversiteit.’

Jolien de Jongh: ‘Voor de korte termijn denk ik aan directe vastgoedbeleggingen. Ik zie kansen, met name als het de waarde van een gebouw of gebied raakt. Het beweegt tussen risicoreductie en investeringskans. Je kunt bijvoorbeeld meer schaduw creëren, waardoor de leefbaarheid verbetert. Dat kan hogere huurinkomsten opleveren en de waarde van het vastgoed verhogen. Hetzelfde geldt voor betere wateroplossingen. We moeten creatief zijn om dit te koppelen aan bestaande vastgoedproducten.’

Gerard Roelofs: ‘Niemand heeft tot nu toe bewezen dat regeneratieve landbouw of duurzame bosbouw slechter rendeert dan ‘traditionele’ land- of bosbouw. Dus daar ligt een kans. Indirecte impact – agritech, aquatech – valt gewoon binnen venture capital en private equity: het kan mislukken of slagen, maar hoeft niet per se minder te presteren dan het bredere universum. En wat betreft nieuwe vastrentende instrumenten zoals outcome bonds, groene obligaties en blue bonds: die hebben geen afwijkende spreads ten opzichte van staatsobligaties. De ‘biodiversiteitsmarkt’ is potentieel heel groot, maar moet nog worden herkend en expliciet worden gelinkt aan mitigatie van biodiversiteitsverlies of het mogelijk maken van oplossingen.’

Liggen de grootste kansen op de korte, middellange of lange termijn?

Roelofs: ‘De maatschappij, de regelgeving en wij als beleggers zijn nog niet echt tot één definitieve set van KPI’s en een eenduidige definitie van biodiversiteit gekomen. Zolang we daarover blijven twisten, zal het te lang duren om goed te meten. Daardoor zijn onderliggende investeringen eerder gericht op de middellange tot lange termijn dan op de korte termijn.’

Voorzitter:

Don Gerritsen,
Deloitte

Deelnemers:

Jolien de Jongh,
Achmea Real Estate
Sophie Kamphuis,
MN
Sasha Miller,
Nuveen Natural Capital
Lucian Peppelenbos,
Robeco
Robert-Alexandre Poujade,
BNP Paribas Asset
Management
Gerard Roelofs,
Impact Orange Partners
Nikki Trip,
AF Advisors



VOORZITTER

Don Gerritsen

Don Gerritsen is Director en EMEA Sustainable Investment Leader bij Deloitte. Daarvoor bekleedde hij diverse leidinggevende functies bij de PRI, de VN en KPMG in de VS, het VK, Kenia en Nederland. Hij is auteur van ‘Guidance to Inspirational Leadership’ en oprichter van het pro-bono mentoring initiatief ‘Pay It Forward’. Gerritsen heeft een Executive MBA in Strategie en een Master in Bestuurskunde.



Jolien
de Jongh

Jolien de Jongh werkt sinds 2019 bij Achmea Real Estate, sinds 1 april 2023 als ESG-manager Vastgoed en Manager Investment Solutions. In deze functie is zij verantwoordelijk voor het beleid, nieuwe initiatieven en rapportages op het gebied van ESG. Embodied carbon en biodiversiteit behoren tot haar speerpunten.



Sophie
Kamphuis

Sophie Kamphuis is Senior Adviseur Verantwoord Beleggen bij MN, waar zij opdrachtgevers adviseert over strategieontwikkeling en actief aandeelhouderschap op het gebied van biodiversiteit. Eerder werkte ze bij impactinvesteerder Triple Jump aan impactfondsen op het gebied van hernieuwbare energie en MKB-financiering. Daarvoor werkte ze als strategieconsultant voor lokale banken in Azië en Afrika aan thema's als inclusieve financiering, digitalisering en duurzame landbouw.



Sasha
Miller

Sasha Miller is Managing Director en Hoofd Responsible Investing Strategy bij Nuveen, verantwoordelijk voor het RI-platform, internationale activiteiten en innovatie ter verdieping van klantrelaties. Ze is voorzitter van het RI SteerCo en houdt toezicht op het Impact-platform. Daarvoor vervulde ze seniorfuncties bij Schroders, meest recent als Hoofd Klantproposities en Strategie. Miller heeft een MBA van Oxford, en een BA in Internationale Betrekkingen van Johns Hopkins.



Lucian
Peppelenbos

Lucian Peppelenbos is Head of Sustainable Investment Thought Leadership bij Robeco. Hij overziet daar de frameworks voor het integreren van duurzaamheid in het beleggingsproces. Dit omvat SDGs, sociale thema's, klimaatverandering en biodiversiteit. Voor Robeco werkte hij bij APG Asset Management. Peppelenbos begon zijn carrière in 1999 en heeft een PhD in Sociale Wetenschappen van Wageningen University.



Robert-Alexandre
Poujade

Robert-Alexandre Poujade trad in 2015 toe tot het ESG-researchteam van BNP Paribas Asset Management en leidt het denken over biodiversiteit. Hij werkte samen met onder andere Capitals Coalition, UNEP-WCMC en Global Canopy, en vertegenwoordigt BNP Paribas in gremia zoals TNFD en PBAF. Hij behaalde in 2010 een master in Management, met specialisatie Financiën, aan ESCP Europe Business School in Parijs.



Gerard
Roelofs

Gerard Roelofs is impactbelegger en medeoprichter van Impact Orange Partners. Met meer dan 30 jaar ervaring in asset- en fiduciair management bekleedde hij onder meer bestuursfuncties bij Kempen en NN Investment Partners en was hij Partner bij WTW. Eerder vervulde hij rollen bij Deutsche Asset Management, ABN AMRO en UBS. Daarnaast is hij actief als toezichthouder.



Nikki
Trip

Nikki Trip is Consultant en Specialist Duurzaamheid bij AF Advisors. Ze adviseert voorname-lijk pensioenfondsen en vermogensbeheerders op het gebied van duurzaam beleggen. Daarnaast is ze voorzitter van JIIP (Jongeren in Institutioneel Pensioen), spreker en aspirant-pensioenfondsbestuuder. Ook is ze actief in de media als co-host van BNR Duurzaam en duider van pensioenvraagstukken.

‘Om dingen voor elkaar te krijgen, helpt het om het goede voorbeeld te geven. Gewoon doen, klein beginnen, zichtbaar maken en dat met veel mensen delen.’

Sophie Kamphuis: ‘De noodzaak voor financiering ligt in ieder geval op de korte termijn. Een van de doelen voor 2030 in het Global Biodiversity Framework is het mobiliseren van tenminste tweehonderd miljard dollar per jaar voor financiering van biodiversiteit. Dit bedrag moet deels bereikt worden door de inzet van impactinvesteringen, green bonds en instrumenten als blended finance en biodiversity credits. Het is belangrijk dat institutionele investeerders dergelijke instrumenten onderzoeken, zeker als het de ambitie is van pensioenfondsen – en deelnemers – om meer impact te maken. Daarnaast moeten kansen gelinkt aan biodiversiteitsrisico’s niet genegeerd worden. Deze kansen zijn er al – denk aan precisielandbouw – waarbij zowel de impact op de biodiversiteit als de afhankelijkheid van omgevingsfactoren wordt verminderd.’

Poujade: ‘Het mislukken van het VN-plasticverdrag laat zien dat beleidsmakers moeite hebben om het systeemrisico van plasticvervuiling aan te pakken. Dat vertraagt de ontwikkeling van het ecosysteem rond bioplastics, recycling, de uitfasering van moeilijk recyclebare plastics, enzovoort. Dit betekent dat de kansen op de korte termijn daar minder aantrekkelijk zijn door gebrek aan beleidspraktijken. Maar dat verandert niets aan het feit dat je op de korte termijn nog steeds meer geld moet steken in bedrijven die iets aan de plasticcrisis proberen te doen. Het is een kwestie van volwassenheid, zowel aan de kant van het beleid als bij de stakeholders.’

Nikki Trip: ‘Er is nu al veel mogelijk aan de risico- en beleggingskant. Zelfs als beleidsmakers de tijd nemen, moeten we de risico’s nu al serieus nemen omdat ze zeer reëel zijn. We moeten ons inspannen om ervoor te zorgen dat de kansen op de korte termijn worden benut, om nu te redden wat er te redden valt en dat op de lange termijn dan te behouden en te beschermen.’

Waarom investeren we niet massaal in oplossingen? Wat zijn de uitdagingen om biodiversiteit investeerbaar te maken?

Peppelenbos: ‘Wat ons de afgelopen jaren heeft geremd is de enorme inspanning om definities, data en metingen op te tuigen. Nu heb ik de overtuiging dat we dat achter ons laten. Vorig jaar waren twee belangrijke doorbraken. Allereerst in de gezamenlijke definitie van wat de belangrijkste natuurimpacts per industriesector zijn. Daardoor

krijg je focus. En ten tweede zijn er verbeterde datasets gekomen met data op issuer-niveau. Door deze twee ontwikkelingen wordt natuur meetbaar en stuurbaar in beleggingsportefeuilles.’

Poujade: ‘Het draait om geloofwaardigheid. Leun op best practices en standaarden, zoals die van de Taskforce on Nature-related Financial Disclosures, de TNFD, het Science Based Targets Network, SBTN, het Partnership for Biodiversity Accounting Financials, PBAF, enzovoort, en bouw het meest geloofwaardige product voor de betreffende asset class, gegeven de specifieke datarestricties. Ik kies voor de breedst mogelijke definitie, zodat verschillende typen klanten – of ze nu beleggen in ETF of private assets – kunnen instappen, elk met hun eigen vereisten. Het moet niet alleen ‘goed’ zijn voor de biodiversiteit, maar ook voor klimaat en sociale aspecten. Governance moet dat weerspiegelen. Trade-offs zijn er altijd; je weegt af en neemt een beslissing.’

De Jongh: ‘Als je echt verder wilt komen, moet je kijken naar het volledige spectrum van je beleggingen. Dat betekent dat je de waardeketens van alle ondernemingen waarin wordt belegd tegen het licht houdt. Als er in de waardeketen van zo’n onderneming bijvoorbeeld sprake is van veel gebruik van chemicaliën die geloosd worden, van verspilling of slechte arbeidsomstandigheden, dan houd je dat als investeerder feitelijk in stand. Als de keten te veel schade veroorzaakt, zou je er dus niet in moeten beleggen. Dus niet alleen biodiversiteit bevorderen via kansen, maar ook via uitsluiting.’

Poujade: ‘Asset managers hebben een uitsluitingsbeleid voor specifieke sectoren en bedrijven. We hebben sectorcriteria gepubliceerd (hout, pulp, palmolie, landbouw, olie en gas, mijnbouw, enzovoort) en kijken ook naar Global Compact-schendingen op milieugebied. Neem bijvoorbeeld de industriële visserij op volle zee: als een bedrijf daar 100% van de visserij-inspanning levert, is de kans op overbevissing en mensenrechtenschendingen groot. Zo’n bedrijf kan je uitsluiten. Dat geldt ook voor mijnbouw en andere sectoren.’

‘Wat ons de afgelopen jaren heeft geremd, is de enorme inspanning om definities, data en metingen op te tuigen.’



‘Niemand heeft tot nu toe bewezen dat regeneratieve landbouw of duurzame bosbouw slechter rendeert dan ‘traditionele’ land- of bosbouw. Dus daar ligt een kans.’

Hoe past natuur/biodiversiteit in jullie beleggingsaanpak? Minder ‘slecht’ doen of ‘meer goed’ doen? Gaat het om pure impactallocatie of genereert het reguliere beleggingsrendementen?

Miller: ‘Het antwoord is: én-én. Integratie en engagement spelen een sleutelrol in het investeringsproces. Aan de impactkant, en wat betreft de zorgen over greenwashing, hebben we intern duidelijke impactdefinities en volgen we de Operating Principles for Impact Management – wij zijn een van de oprichters en blijven ons als bedrijf richten op het vaststellen van industriënormen. Elke investering heeft een theory of change en meetbare uitkomsten. We laten het volledige impactproces extern verifiëren. In fixed income richten we ons op directe en meetbare resultaten via impact bonds. Al onze impactproducten in alle asset classes zijn gericht op zowel financieel rendement als impactresultaten.’

De Jongh: ‘In Nederland hebben wij alleen direct onroerend goed. Sinds januari werken we samen met een aantal andere vermogensbeheerders. We hebben de kaart van Nederland gepakt en gekeken in welke gemeenten we allemaal aanwezig zijn. Op basis daarvan hebben we twee locaties geselecteerd waar we samen met een ecooloog en de gemeente het hele gebied willen verbeteren. Denk daarbij aan vergroening, maar ook bijvoorbeeld aan oplossingen voor water en hitte. In een groter gebied kun je namelijk meer resultaat realiseren dan wanneer iedere partij enkel naar zijn eigen gebouw of straatje kijkt. Het meten is eerlijk gezegd nog wel ingewikkeld. We willen toch een behoorlijke mate van detail, die direct handelingsperspectieven biedt voor verbetering. Daarom testen we een aantal methodes, zoals het berekenen van hoeveel CO₂ het groen vastlegt.’

Hoe veranker je dit strategisch? Hoe integreer je biodiversiteit, met minder van het slechte en meer van het goede?

Peppelenbos: ‘Bij natuur gebruiken we vaak ‘minder slecht versus meer goed’, maar bij klimaat doen we dat minder. Zijn elektrische voertuigen en windmolens ‘goed’ of ‘minder slecht’? Laten we de mitigatiehiërarchie volgen: vermijden, verminderen, herstellen, systeemverandering. Dat alles is ‘goed doen’: het draagt bij aan de mondiale beleidsafspraken om op termijn natuurverlies te stoppen.’

Dit moet meetbaar zijn, zodat het geloofwaardig is. Dus ja, we hebben investeringen nodig in de natuur zelf, zoals landbouw en bosgrond, maar ook in bedrijven die meetbaar en geloofwaardig hun negatieve impact reduceren en bijdragen aan het stoppen en omkeren van natuurverlies.’

Roelofs: ‘De CSRD, de Corporate Sustainability Reporting Directive, zegt weinig over wat we tegen natuurverlies moeten doen, laat staan hoe we dat moeten meten. Als we door de keten heen een parallelle aanpak hadden zoals bij klimaat, dan zouden we ook weten wie negatief of positief bijdraagt. Maar zover zijn we niet. Het gevoel van urgentie om te definiëren, te meten en actie te ondernemen is gewoon nog te beperkt. Ook voor wat betreft innovatieve financieringsvormen om biodiversiteitsverlies een halt toe te roepen, bijvoorbeeld via blended finance, waar de staat een duidelijke rol kan hebben, is die urgentie nauwelijks aanwezig.’

Peppelenbos: ‘Wat betreft definities en metingen ben ik het daar niet mee eens. Er is enorm veel werk verzet: TNFD benoemt per sector waar afhankelijkheden en impact hoog zijn, met bijbehorende kernmaatstaven. De data daarvoor zijn verre van compleet, maar goed genoeg om richtinggevend te sturen. We kunnen goed bepalen welke bedrijven het qua natuurtransitie goed, redelijk of slecht doen in materiële sectoren als materialen, energie, vastgoed.’

Kamphuis: ‘Voor je liquide portefeuilles zijn er voldoende mogelijkheden om op basis van data ‘minder slecht te doen’. Je kunt voor verschillende drijfveren van biodiversiteitsverlies in kaart brengen welk bedrijf meer of minder impact heeft en daarop sturen. Voor het bereiken van positieve impact hebben we proposities onderzocht voor een directe en indirecte (of systeem)impact op biodiversiteit. Daar zien we veel kansen binnen duurzame bosbouw, regeneratieve landbouw en technologische oplossingen binnen private equity.’

Miller: ‘Er moet nog steeds aan data worden gewerkt. We beschikken nu niet over alles wat we nodig hebben en dat is waar de transitie en veel van de betrokkenheid op dit moment om draait. Het is werk in uitvoering. Op het gebied van natural capital voeren we TNFD-beoordelingen uit, gebruiken we IBAT om biodiversiteitsrisico's te beoordelen, maken we gebruik van instrumenten zoals biodiversiteitsindexen in samenwerking met ETH

Zürich, en meten en waarderen we waar mogelijk de ecosysteemdiensten die natuurlijk kapitaal leveren op onze locaties. Door de beschikbaarheid en waarde van ecosysteemdiensten in de loop van de tijd te monitoren, kunnen veranderingen in risico's voor de natuur en biodiversiteit worden geïdentificeerd, evenals mogelijkheden voor verbetering.'

Roelofs: 'We hebben onderzoek gedaan naar (bio)dataleveranciers en methodiekleveranciers. De correlatie in resultaten tussen deze aanbieders was extreem laag. Dat wisten we al bij klimaat, maar nu zien we het ook bij biodiversiteit. Dat is schokkend.'

Trip: 'Ik denk dat we in elk geval genoeg weten om sectoren en bedrijven te identificeren die veel schade aanrichten. Wachten op perfecte data is een excuus dat we niet mogen gebruiken om nu niets te doen.'

Peppelenbos: 'Inderdaad. Volg de TNFD-definitie: deze bepalen de prioritaire sectoren en per sector de kernonderwerpen. Daarvoor hebben we genoeg (proxy)data om de analyse te maken. Neem bijvoorbeeld de mijnbouw, een sector met een enorme impact. We kunnen water, afval, emissies, recycling, assets in kwetsbare gebieden en risico's rond tailingsdammen meten. Dat vangt niet alles, maar wel genoeg om te differentiëren over bedrijven en portefeuilles te bouwen. De natuur is complex, maar laten we het niet onnodig ingewikkeld maken.'

Kamphuis: 'Je kunt voor verschillende biodiversiteitsgerelateerde thema's, zoals water of ontbossing, sturen op rapportage, beleid en prestaties. De Financial Biodiversity Foundation geeft behulpzame richtlijnen voor het bepalen van portefeuilledoelstellingen. Omdat biodiversiteit raakt aan veel verschillende thema's is het prioriteren van deze thema's in de portefeuille van belang, ook met het oog op het behouden van het gewenste risico-rendementsprofiel.'

Trip: 'In publieke markten gaat het vooral om 'minder schade', hoewel er positieve uitzonderingen zijn. Zeg gewoon eerlijk dat je daar beperkte directe positieve impact kunt claimen, anders verwatert het begrip impact. In private markten is er veel meer kans op daadwerkelijk 'goed doen'. Maar dan kom je bij de vraag: gaat het alleen om financieel rendement, of een breder begrip van waarde? Misschien zijn er investeringen die minder financieel renderen, maar maat-

schappelijk veel opleveren. Doen wij die als financiële sector, of de overheid? Of doen we het samen, met een 'shadow price/return' naast financieel rendement?'

Poujade: 'Op bedrijfsniveau kunnen we idiosyncratisch risico al redelijk goed meten; er is zelfs sprake van convergentie tussen sommige dataproviders. Lastige thema's – zoals chemie, plastics en oceanen – vragen nog veel kwalitatieve analyse. Daar zijn datagaten. En systemische risico's (tipping points) zijn moeilijk door te vertalen naar bedrijfswaarderingen. Wat is bijvoorbeeld de impact van de savannisering van de Amazone op hydro, vastgoed, agri, enzovoort? Daar missen we macro-scenario's.'

Peppelenbos: 'Men werkt aan kortetermijn-scenario's voor fysieke natuur- en klimaatrisico's binnen de beleggingshorizon. Sommigen modelleren ook tipping points. We zitten met deze 'nieuwe generatie'-scenario's nog in een vroeg stadium, maar we komen er wel.'

Roelofs: 'Een Nederlandse professor publiceerde recent over het verwerken van natuur-events in waarderingen, in de disconteringsvoet, in kasstromen en wat al niet meer. Interessant hoe dat kan worden ingebouwd.'

Miller: 'Wij doen iets vergelijkbaars op het gebied van klimaatverandering en natuurverlies. We zien het als een megatrend om op te nemen in de asset allocatie, naast andere belangrijke structurele trends als de vergrijzing van de bevolking.'

Roelofs: 'Er is sprake van een paradox. Aan de ene kant denken we als beleggers dat het grootste deel van de impact vooral op de private markten te behalen is. Wat betreft de biodiversiteit is dat grofweg het geval denk ik, om redenen van additionaliteit, meetbaarheid, materialiteit, enzovoort. Maar op termijn kan de grootste hefboom juist bij grote beursgenoteerde bedrijven liggen: hun potentieel om iets te doen tegen de vernietiging van de natuur is fenomenaal. Ik zou willen dat de CSRD daar duidelijker over is.'

Trip: 'Daar ligt enorme potentie, maar beïnvloeden is lastig. In publieke markten heb je uitsluiting en engagement. Het probleem is dat we nu vaak niet met genoeg zijn om besluitvorming echt te veranderen. Meerderheden ontbreken, wetgeving ook. We moeten op dit gebied juist de grote multinationals veranderen.'

'Het draait om geloofwaardigheid. Leun op best practices en standaarden en bouw het meest geloofwaardige product voor de betreffende asset class.'

‘Veel biodiversiteits-hot-spots liggen in emerging markets. We zien meer interesse van pensioenfondsen om deze markten te onderzoeken op impact-potentieel.’

Kamphuis: ‘De TNFD-natuurtransitieplannen geven nuttige richtlijnen om concrete stappen van issuers te beoordelen in de implementatie van hun biodiversiteitsstrategie. Het is dan van belang om kritisch te kijken naar de financiële invulling van de transitieplannen, net als bij klimaat, zoals Capex, Opex en R&D-budget. Dit helpt om voorlopers en achterlopers in de portefeuille te onderscheiden.’

Trip: ‘Maar dan moeten er wel genoeg aandeelhouders vóór stemmen. De risico's moeten duidelijk zijn en financieel aantrekkelijk. De wetenschap is er al, dus wat houdt de aandeelhouders tegen?’

Miller: ‘Ik ben het ermee eens dat engagement vaak de grootste hefboom voor veel portfolios is. Op het gebied van regelgeving gebeurt ook wat, bijvoorbeeld in het Verenigd Koninkrijk waar een raadpleging gaande is over transitieplannen op het gebied van zowel natuur als klimaat. En de vastrentende markten worden onderschat als een manier om de directe en meetbare impact op te schalen in de publieke markten. Daar liggen enorme kansen naast private assets.’

Poujade: ‘Met betrekking tot kapitaaluitgaven zou het erg nuttig zijn om meer informatie te hebben teneinde een onderscheid te kunnen maken tussen bedrijven. Soms lijken bedrijven niet erg proactief in het verminderen van hun biodiversiteitsimpact. Dat wil zeggen dat ze weinig actieve stappen nemen om de negatieve impact van hun supply chain te beperken. Maar als je kijkt naar hun kapitaaluitgaven en investeringen, kan de werkelijkheid anders zijn. Om te slagen in hun transitie moeten bedrijven zoeken naar de potentiële business case. Voor een fastfood-restaurant betekent dit bijvoorbeeld nagaan of de klanten kortere frietjes accepteren dan normaal, of aardappelvariëties gebruiken die minder fungiciden vergen. Win-winsituaties bestaan, maar hoeveel zijn er?’

Maken jullie bij biodiversiteits-gerichte investeringen onderscheid tussen projecten die gericht zijn op ‘bescherming’, ‘onderhoud’ of ‘herstel’ van de natuur?

Roelofs: ‘Nu vooral bescherming, op de korte termijn herstel en uiteindelijk alles tegelijk. We praten vaak over land en lucht, maar te weinig over zee: visserij, oceanen, watervervuiling, plastics. De vernietiging gaat schokkend snel. Laten we eerst stoppen wat mis-

gaat. De zeeverdragen bestaan, maar handhaving in ‘vrije’ gebieden schiet tekort. We moeten publiek en pensioenkapitaal inzetten om het verlies aan biodiversiteit te stoppen.’

Miller: ‘We maken onderscheid tussen bescherming en herstel. Om daarop voort te bouwen, investeren we ook in de maritieme sector met duidelijke KPI's, bijvoorbeeld via blue bonds. Onze ervaring leert dat succes een aanpak vereist waarbij meerdere belanghebbenden betrokken zijn, zoals de visserijsector, overheden en ngo's, en dat het in de praktijk brengen ook tijd kan kosten.’

De Jongh: ‘Om dingen voor elkaar te krijgen, kan het ook helpen om het goede voorbeeld te geven. Gewoon doen, klein beginnen, zichtbaar maken en dat met veel mensen delen. Wat ook helpt, is biodiversiteit herkenbaar uitleggen. Het is de natuur, het is zwemen in zee, het is gezonde lucht. Daar is niemand tegen. Deel het ook met de media, bijvoorbeeld de lokale krant en via LinkedIn. Het goede voorbeeld schept navolging.’

Poujade: ‘Denk ook aan het gezondheidsaspect. Gezondheid is een krachtige hefboom. In Frankrijk is veel ophef geweest over het kwikgehalte in tonijn. Sommige Franse steden verbieden nu de consumptie van tonijn in schoolkantines. Bewustwording over gezondheid kan de bewustwording voor biodiversiteitsbescherming vergroten.’

Trip: ‘Helaas heeft ‘gezondheid’ bedrijven zelden tegengehouden of gemotiveerd, zelfs wanneer er sprake is van schade aan mensenlevens. Er is overal sprake van PFAS, microplastics: vis uit bijvoorbeeld de Westerschelde is al niet meer veilig voor consumptie. Ik hoop dat gezondheidsredenen motiveren om iets te doen, maar zolang dat niet financieel gewaardeerd of anderszins genormeerd wordt, geeft mij dat weinig hoop.’

Poujade: ‘Dan moet het van de consumenten en stakeholders komen en neerslaan bij bedrijven. Lokaal investeren helpt ook, mensen herkennen ecosystemen en voelen eigenaarschap.’

Hoe maak je natuur meetbaar op het niveau van de emittent of de security, dat wil zeggen relevant voor beleggingsbeslissingen?

Peppelenbos: ‘We kijken naar de exposure, performance en mitigatie van issuers. De ruwe data veranderen van het ene op het andere

jaar. Maar als je bedrijven rangschikt op efficiëntie, als je kijkt naar de trends van drie jaar van elk bedrijf, dan begin je patronen te zien en worden de gegevens stabiel. Datasets worden snel beter, we verrijken ze met AI. Zo krijg je een goede indicatie van koplopers en achterblijvers, en dat kan je gebruiken bij het samenstellen van een portefeuille.’

Kamphuis: ‘In het meetbaar maken van natuur onderscheiden we vijf drijvers voor biodiversiteitsverlies en proberen we de impact van de issuer in kaart te brengen voor elk van deze drijfveren, voor zover materieel voor het bedrijf. Hoewel datakwaliteit en beschikbaarheid de afgelopen jaren enorm zijn verbeterd, zien we dat voor sommige impactdrijfveren, zoals bijvoorbeeld vervuiling, de kwaliteit van de data nog achterblijft en er nog geen overeenstemming is over transitiepaden. Dit is zeker geen excuus om niet te handelen. Voor andere drijfveren, zoals land- en watergebruik, is voldoende informatie beschikbaar om voor- en achterlopers te identificeren en kan het zetten van portefeuilledoelstellingen onderzocht worden. Transparantie bij dataproviders en het gebrek aan waardeketeninformatie blijft een issue, en voor biodiversiteit geven we de voorkeur aan het gebruik van zoveel mogelijk ruwe data en minder aan overkoepelende ESG-scores.’

Miller: ‘Goed meten is duur. Wij onderscheiden duurzame timber/farmland-strategieën en Nature-based Solutions-impactstrategieën. In beide is meten onderdeel van hoe we beleggen.’

Poujade: ‘In onze bosbouwassets claimen we positieve impact voorzichtig: de baseline en doorlooptijd zijn cruciaal, zoals bodem in landbouw. We reserveren budget voor mitigatie en bescherming in het investeringsmodel, maar asset owners moeten soms accepteren dat de IRR iets lager zou kunnen zijn als je échte impact wilt meten.’

Kamphuis: ‘Wij zijn ook geïnteresseerd in bosbouwinvesteringen waar een gedeeltelijk of volledig herstel van bosesystemen centraal staat, en dus ook de claim van positieve impact beter gemaakt kan worden dan bij reguliere bosbouwinvesteringen. Idealiter wil je in het monitoren van impact zoveel mogelijk aansluiten bij gangbare wetenschappelijke methoden. Dat is kostbaar en tijdsintensief, maar noodzakelijk. Zijn wij als beleggers bereid hiervoor te betalen?’

Trip: ‘Biodiversiteitsbehoud of -herstel zou niet altijd financieel rendement hoeven op te leveren. Waar het dat nu wel doet, is dat een geschikte investering voor institutionele beleggers. Zo niet, dan zou de overheid hier een rol in moeten spelen.’

Peppelenbos: ‘Om een voorbeeld te noemen: een private debt-fonds verstrekt leningen aan landbouwbedrijven in biodiversiteitsrijke gebieden met ontbossingsrisico. In de lening staan KPI's voor bosbehoud of herstel tegen gunstige, lange looptijden en met stevige ‘default’ op milieu-KPI's. Dat werkt en de portefeuille presteert goed.’

Miller: ‘Herstel leidt ook tot carbon removal credits, maar het kan langer duren om daar toegang toe te krijgen dan wanneer je meteen toegang zou krijgen tot avoidance credits. De IRR-dynamiek kan veranderen. Wij kunnen een vergelijkbaar resultaat behalen op publieke markten, zoals de Amazon reforestation bond, waar de payoff direct is gelinkt aan removal credits, en bovendien hebben we biodiversiteits-KPI's toegevoegd.’

Biodiversiteitshotspots bevinden zich vaak in opkomende markten. Moeten institutionele beleggers meer bereid zijn om in die markten te investeren?

Kamphuis: ‘Veel biodiversiteitshotspots liggen inderdaad in emerging markets, en we zien zeker meer interesse van pensioenfondsen om deze markten te onderzoeken op impactpotentieel. Uiteindelijk vergt dit wel een behoorlijke aanpassing in de huidige producten en mandaten. Daar moet men dan wel toe bereid zijn. Wel kan dit betekenen dat het ten koste gaat van het risicobudget van een ander product en de daarmee gepaard gaande impact. Ik ben er voorstander van gezamenlijk innovatieve instrumenten te onderzoeken en te kijken welke factoren in het design kunnen zorgen voor voldoende comfort bij institutionele beleggers. Dat gezegd hebbende, is er ook in ontwikkelde markten een dringende noodzaak om biodiversiteit te herstellen.’

Miller: ‘Het is een belangrijk thema. Velen zeggen graag impact te willen hebben in opkomende markten, maar veel beleggers alloceren daar geen kapitaal. Natuurlijk zijn er valutarisico's en andere factoren die het vermogen van institutionele beleggers om kapitaal in opkomende markten te investeren beïnvloeden. Juist daar is kapitaal het hardst nodig.’

‘Onze ervaring leert dat succes een aanpak vereist waarbij meerdere belanghebbenden betrokken zijn en dat het in de praktijk brengen ook tijd kan kosten.’

Poujade: ‘Vanuit risicoperspectief is het profiel in emerging markets natuurlijk anders, maar ook in ontwikkelde markten is het verlies aan biodiversiteit in de afgelopen eeuwen zo groot geweest, dat er veel te doen is. Kijk alleen al naar de soorten in Europa die aan het verdwijnen zijn - en dan hebben we het over heel ‘gewone’ soorten. Lokale strategieën voor lokale vermogensbezitters helpen door nabijheid en zichtbaarheid.’

Kamphuis: ‘En dat zal ook weerklank vinden bij deelnemers van pensioenfondsen die een voorkeur hebben voor investeringen waarbij positieve impact lokaal zichtbaar is.’

Er is schaalbaarheid om kansen te benutten. Welke kansen zien jullie om de markt op te schalen?

Miller: ‘Ik kom weer uit bij vastrentende beleggingen, omdat ik vind dat die erg ondergewaardeerd worden als kans om op te schalen – bijvoorbeeld met outcome-bonds, debt-conversions en use-of-proceeds bonds in het algemeen. Iedereen heeft een fixed income-allocatie. Als ieder een deel toewijst aan zulke instrumenten, mobiliseer je snel veel kapitaal. En natuurlijk zijn directe natural capital allocations (NBS, Nature-based Solutions) voor impact, diversificatie, inkomsten en waardestijging zeer interessant als portefeuilleallocatie, die onder beleggers nog steeds groeit.’

Peppelenbos: ‘Laat perfectie niet de vijand van goed zijn. Werk met de huidige data, en begin met transitie-investeringen.’

Poujade: ‘Het is nogal paradoxaal. We hebben aankondigingen gezien in de markt van enorme biodiversiteitsfondsen. Maar als je outcome bonds, blended finance wegdenkt, zijn reguliere vastrentende instrumenten doorgaans niet de meest pure voor biodiversiteit. De hoogste zuiverheid vind je vaker in private assets.’

Miller: ‘Ik bedoel met fixed income juist die impact-/outcome-instrumenten en schuld-conversieprojecten. Ik denk dat daar veel kansen liggen waar we meer mee zouden moeten doen. We zien nog steeds niet veel beleggers deelnemen aan deze deals en kapitaal toewijzen. Er liggen hier aanzienlijke kansen als we echt impact willen maken. We moeten doorgaan met het opbouwen van de projectpijplijn en ervoor blijven zorgen dat de KPI's worden gehaald.’

Poujade: ‘Daar ben ik het mee eens. Dus duurzame bosbouw, duurzame landbouw en herstel van ecosystemen. Als het gaat om outcome bonds is het denk ik nog steeds een worsteling, omdat de complexiteit van dit soort deals nog erg groot is, maar ze zijn inderdaad interessant.’

Roelofs: ‘Ik denk dat regeneratieve landbouw het grootste schaalbaarheidspotentieel heeft, hoe contra-intuïtief dat ook klinkt. Met bijvoorbeeld slim waterbeheer, minder pesticiden, efficiënte roulatie, kun je de bodemgezondheid en biodiversiteit verbeteren zonder slechtere financiële uitkomsten, dus met hetzelfde financiële rendement.’

Trip: ‘Het gaat vooral om de lange termijn. Transitie is moeilijk en vraagt om voorinvesteringen, maar op de lange termijn heeft het zeker meerwaarde.’

De Jongh: ‘Wat betreft schaalbaarheid in vastgoed, zijn we dichtbij: pilots op twee locaties en drie projecten in nieuwbouw. De volgende stap is meten. We werken samen met wetenschappelijke instituten. Over twee jaar willen we een goede methode hebben die portefeuillebreed toegepast kan worden. Dat is het deel dat gaat over de bestaande bebouwde omgeving. Voor de waardeketens van de bouw zijn er nog wel grotere stappen te zetten, maar dat is om de biodiversiteit wereldwijd te beschermen wel essentieel. Denk aan biodiversiteitsverlies dat veroorzaakt wordt door de productie van bouwmaterialen en verpakkingsmaterialen (vaak plastic).’

Zijn er slotopmerkingen?

Trip: ‘De grootste kans is dat we beseffen dat we afhankelijk zijn van de natuur. Onze pensioenen zijn weinig waard zonder de natuur en biodiversiteit. We moeten meer dan alleen de financiële kant waarderen en kijken naar integrated value.’

Kamphuis: ‘Hoe hoog de urgentie ook is, het is goed om externe managers vragen te stellen over monitoring en transparantie. We moeten zorgen dat we de juiste investeringsbeslissingen nemen, gezien de beperkte tijd die we hebben om biodiversiteit te herstellen, en ervoor waken dat niet te snel het label ‘biodiversiteit’ wordt geplakt op een belegging. Dat is bij een complex thema als biodiversiteit niet altijd eenvoudig. Er is dan ook meer samenwerking nodig tussen de financiële sector en de wetenschap.’ ■

IN HET KORT

Juist omdat er zoveel verlies aan biodiversiteit is opgetreden, is de kans op significant herstel groot. Bedrijven die zich hierop richten kunnen een aantrekkelijke belegging zijn.

De noodzaak om biodiversiteit te financieren ligt op de korte termijn.

Het mobiliseren van het nodige bedrag moet deels bereikt worden door de inzet van impactinvesteringen, green bonds en instrumenten als blended finance en biodiversity credits.

Het gevoel van urgentie om te definiëren, te meten en actie te ondernemen is nog te weinig aanwezig. Niettemin is de data nu goed genoeg om sectoren en bedrijven te identificeren die veel schade aanrichten.

Er wordt vaak over land en lucht gesproken, maar te weinig over zee: visserij, oceanen, watervervuiling, plastics.

Biodiversiteitsbehoud of -herstel zou niet altijd financieel rendement hoeven op te leveren.

Energie besparen met AI

Artificial intelligence verbruikt weliswaar veel energie, maar kan tegelijkertijd drastische besparingen opleveren in de bredere economie.

De cijfers liegen er niet om: datacentra verbruiken momenteel al 1,5% van het wereldwijde dagelijkse energieverbruik en dat percentage zal naar verwachting binnen korte tijd verdubbelen tot 3%. Voor veel mensen is dit het bewijs dat artificial intelligence (AI) een energie-monster is dat onze klimaatdoelstellingen in gevaar brengt. Dit argument lijkt sterk, maar gaat voorbij aan een belangrijk punt: AI kan juist de sleutel zijn tot meer energiebesparing.

De context van consumptie

Natuurlijk, de directe impact is zichtbaar. Elke ChatGPT-vraag stoot meer dan 4 gram CO₂ uit: tien tot twintig keer meer dan een Google-zoekopdracht. Vermenigvuldigd dat met de 400 miljoen dagelijkse gebruikers en de carbon footprint begint te lijken op die van kleine landen. De AI-boom heeft een race ontketend om nieuwe gas- en kerncentrales te bouwen, omdat de onregelmatigheid van hernieuwbare energie het moeilijk maakt om datacentra volledig groen te krijgen.

Bovendien houden we nu wel rekening met de CO₂-intensiteit van AI die code ontwikkelt, maar we tellen niet mee hoeveel energie een ontwikkelaar gebruikt om diezelfde code te schrijven. Het is daarom belangrijk dat we onze energieconsumptie op de juiste manier evalueren.

Neutraliteit binnen bereik

Recent onderzoek toont aan dat als AI de energie-efficiëntie in de bredere economie verbetert met slechts een tiende van het tempo van haar eigen adoptie, het netto-effect energie-neutraal of zelfs licht positief kan zijn.

Het werkelijke potentieel van AI ligt in haar vermogen de efficiëntie van bijna alles wat we doen te verbeteren. De verbijsterende inefficiëntie in delen van ons energiesysteem biedt enorme kansen. De materiaalproductieketen, die jaarlijks 60 miljard ton staal, glas, waterstof, ammoniak en koper produceert, gebruikt vier tot vijf keer meer energie dan het absolute minimum dat nodig is voor de chemische reacties.

Bedrijven kunnen tegen 2030 gezamenlijk \$ 2 biljoen per jaar besparen door bestaande digitale energie-tools te benutten. AI kan automatisch oplaadtijden van elektrische voertuigen aanpassen, verwarming en koeling beheren, en productieplanningen optimaliseren om kosten en uitstoot te verlagen.

Slimmer worden, niet groter

De sleutel ligt in drie factoren die AI's carbon footprint in toom kunnen houden: AI leren duurzamer te zijn, datacentra efficiënter ontwerpen met hernieuwbare energie, en AI inzetten om uitstoot in andere sectoren te verminderen. We leren dat het meeste energieverbruik niet in het trainen van modellen zit, maar in het daadwerkelijke gebruik. Door AI te leren slechte prompts te negeren en geen energie te verspillen aan waardeloze taken, kunnen we aanzienlijke besparingen realiseren.

Duurzaamheid als standaard

Over vijf jaar zullen we waarschijnlijk niet meer spreken van 'duurzame AI'. AI zal per definitie duurzaam zijn. Het wordt de norm, niet de uitzondering. Naarmate 'slimme' apparaten en sensoren zich verder verspreiden, zal AI helpen verspilling te verminderen in energieproductie, transport en nog veel meer. De gedachte dat energie uiteindelijk de beperkende factor zal zijn voor de AI-vooruitgang, gaat voorbij aan het transformatieve vermogen van de technologie zelf. In plaats van een energieverslinder kan AI juist de motor worden achter onze energietransitie. ■



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

Van insecten tot investeringen: de waarde van biodiversiteit

Biodiversiteit krijgt steeds nadrukkelijker een plek op de radar van institutionele beleggers. Karel Nierop en Mareike Hussels van Triodos Investment Management vertellen over de uitdagingen bij de ontwikkeling van twee nieuwe fondsen die op dit thema inspelen.

Door Michiel Pekelharing

Waarom is biodiversiteit belangrijk voor beleggers?

Karel Nierop: 'Biodiversiteit lijkt misschien een abstract begrip, maar is in essentie heel concreet. Meer dan de helft van de wereld-economie is afhankelijk van natuurlijke hulpbronnen en ecosysteemdiensten. Sterker nog, zonder natuur en biodiversiteit kunnen wij als mensen überhaupt niet bestaan. Dat gaat van insecten die gewassen bestuiven, gezonde bodems die water vasthouden en bossen die CO₂ opnemen, tot zeeën die voedsel leveren. Wanneer de biodiversiteit onder druk staat, zoals we nu wereldwijd zien, heeft dat direct impact op de economie en daarmee op de waarde van beleggingen. Het raakt dus, via aandelen, obligaties en private investeringen, elk deel van de beleggingsportefeuille.'

Waarom groeit de aandacht van grote investeerders zoals pensioenfondsen en verzekeraars voor dit thema?

Nierop: 'We zien de afgelopen jaren dat biodiversiteit steeds nadrukkelijker op de agenda staat van institutionele beleggers. Pensioenfondsen en verzekeraars komen vaker naar ons toe met de vraag hoe ze met dit thema moeten omgaan. Ze beseffen inmiddels dat biodiversiteitsverlies net zo'n groot financieel risico kan vormen als klimaatverandering. Net als bij klimaatverandering gaat het niet alleen om ethiek, maar ook om financieel belang. Bedrijven die bijdragen aan ontbossing, of die afhankelijk zijn van uitgeputte bodems, lopen

serieuze risico's. Tegelijkertijd ontstaan er ook nieuwe kansen. Wie investeert in natuurherstel, regeneratieve landbouw of duurzame bosbouw, kan waarde creëren op de lange termijn.'

Mareike Hussels: 'Een andere reden voor de groeiende aandacht voor biodiversiteit is dat institutionele beleggers steeds meer verantwoording moeten afleggen, zowel naar hun deelnemers als naar toezichthouders. Het verlies aan biodiversiteit is een thema dat maatschappelijk steeds zichtbaarder wordt, bijvoorbeeld door de aandacht voor insectensterfte, de stikstofproblematiek of bosbranden. Er ontstaat druk om niet alleen over klimaat te rapporteren, maar ook over natuur. Daarmee groeit de noodzaak om concreet te laten zien waar partijen in investeren en wat dit bijdraagt aan natuurbehoud.'

Wat verstaat Triodos Investment Management onder biodiversiteit?

Nierop: 'Heel plat gezegd is biodiversiteit de variatie in soorten planten en dieren die samen een ecosysteem vormen. Biodiversiteitsverlies klinkt vaak ver weg – men denkt aan panda's en orang-oetans – maar het is dichterbij dan je denkt. De meeste mensen herinneren zich waarschijnlijk nog wel dat de autoruit na een lange zomerse rit vroeger helemaal vol insecten zat, terwijl er nu bijna geen vlieg meer te zien is. Onderzoek laat zien dat in sommige delen van Europa tot 90% van de insectenpopulatie verdwenen is in de afgelopen decennia. Dat is niet alleen een probleem voor insecten zelf, maar voor de hele voedselketen.'

Hussels: 'Het is goed om in gedachten te houden dat het bij biodiversiteit niet alleen draait om het tropisch regenwoud of iconische soorten. Ook graslanden, wetlands en landbouwgronden zijn cruciaal. Die 'gewone' ecosystemen zijn minstens zo waardevol, maar krijgen minder aandacht. We moeten de natuur dichtbij huis dus niet uit het oog verliezen, want het beschermen van bestaande ecosystemen is veel goedkoper en effectiever dan ze achteraf proberen te herstellen.'

Wat zijn de grootste bedreigingen voor de biodiversiteit?

Hussels: 'Dat zijn veranderingen in landgebruik, ontbossing, vervuiling, overexploitatie van natuurlijke hulpbronnen en uiteraad klimaatverandering. Landbouw speelt daarin een sleutelrol. Ons huidige landbouwsysteem is wereldwijd dé veroorzaker van ontbossing en bodemdegradatie. Maar ook

visserij en houtkap dragen fors bij. Klimaatverandering versterkt dit alles, omdat eco-systemen daardoor extra onder druk komen.'

Nierop: 'Conventionele landbouw en bosbouw met monoculturen en chemicaliën lijken heel efficiënt op korte termijn. Ze putten de bodem en de natuur echter zodanig uit, dat het systeem op de lange termijn niet houdbaar is. Over vijftig jaar levert de grond die nu zo productief lijkt waarschijnlijk veel minder op. Dat maakt biodiversiteitsverlies niet alleen een ecologisch, maar ook een financieel risico.'

Is het mogelijk om rechtstreeks in dit thema te beleggen?

Nierop: 'Binnen de wereld van duurzaam beleggen is al veel ervaring opgedaan met klimaatverandering. Het grote verschil is dat je CO₂ vrij eenduidig kunt meten en beprijzen, terwijl biodiversiteit complex en lokaal is. Elke plek op aarde heeft een ander ecosysteem, andere soorten en andere waardekens. Dat maakt het lastig om er een universele maatstaf of markt voor te ontwikkelen. Er zijn wel pogingen gedaan met biodiversiteitscredits, maar die markt is pril en heeft nog niet het vertrouwen van de beleggingswereld gewonnen.'

Hussels: 'Gelukkig kan je via de CO₂-markt ook in natuurherstel investeren, en dat levert naast CO₂-opname ook veel biodiversiteitswinst op. Natuurherstelprojecten zijn ook relatief eenvoudig in bestaande financiële modellen in te passen. Ze hebben duidelijke kosten en verbeteringen zijn goed meetbaar. Natuurbescherming is helaas lastiger om met privaat kapitaal te financieren en is daarom meer een typisch publieke taak.'

Welke zoektocht heeft Triodos Investment Management afgelegd om biodiversiteit toch belegbaar te maken?

Nierop: 'Samen met Triodos Bank hebben we vorig jaar een duidelijke ambitie geformuleerd, namelijk om een half miljard euro te investeren in nature-based solutions (NbS). Om in kaart te brengen hoe we dat het beste kunnen doen, zijn we in gesprek gegaan met institutionele partijen. Ook hebben we gekeken naar bestaande beleggingscategorieën en naar de rol die wij daarin kunnen spelen. Een belangrijk inzicht is dat biodiversiteit geen losstaand thema is, maar dwars door alle sectoren en asset classes heen loopt. We investeren zowel via publieke als private beleggingen.'



CV

Karel Nierop

Karel Nierop werkt sinds 2012 bij Triodos Investment Management en leidt sinds 1 november 2021 als Head of Products & Solutions de strategische ontwikkeling van nieuwe impactfondsen. In deze rol is hij verantwoordelijk voor het initiëren en ontwikkelen van investeringsfondsen binnen de strategische thema's van duurzaam beleggen. Voor zijn tijd bij Triodos werkte Nierop onder andere in Nepal aan een duurzaam energieproject en bij Rabobank in Nederland in corporate banking, met een focus op diverse sectoren, waaronder hernieuwbare energie.

Hussels: 'Een mooi voorbeeld van een belegging in NbS zijn green bonds en recentelijk is er ook een standaard voor 'nature bonds' gekomen. Zo hebben wij bijvoorbeeld geïnvesteerd in een obligatie die bijdroeg aan het herstel van de Emscher-rivier in Duitsland. Sinds de start van het project, dat deels gefinancierd wordt met een green bond uitgegeven door de Duitse deelstaat Noordrijn-Westfalen, is al 170 km van de beoogde 326 km van deze sterk vervuilde rivier in de oorspronkelijke staat teruggebracht. Het aantal waarneembare ongewervelde soorten is toegenomen van 170 naar 300 en de vogelpopulatie is gegroeid van 38 naar 147 soorten. Zo'n project levert maatschappelijke waarde op, maar kan via obligaties ook financieel aantrekkelijk gestructureerd worden.'

Nierop: 'Zulke voorbeelden zijn er nog weinig, maar ze laten wel zien dat het kan. De uitdaging is nu om het aantal van dit soort initiatieven te vergroten en beleggers toegang te geven tot een gespreide portefeuille van projecten.'

Hoe gaat Triodos Investment Management eraan bijdragen dat biodiversiteit een plaats krijgt in institutionele portefeuilles?

Nierop: 'Naast een bestaand obligatiefonds dat deels in nature bonds belegt, werken we momenteel aan twee nieuwe fondsen, allebei met een focus op private investeringen. De eerste richt zich op ontwikkelde markten. >

We doen dat samen met een Canadees pensioenfonds. Dat fonds gaat investeren in bossen en boerderijen in Noord-Amerika en Europa met een hoog transitiepotentieel. Het idee is dat we die terreinen aankopen, samen met lokale partners de omslag maken naar regeneratieve landbouw of duurzame bosbouw, en zo binnen 12 tot 15 jaar zowel ecologische als financiële waarde creëren. Aanvankelijk streven we met dit fonds een omvang van 300 miljoen euro na.'

Hussels: 'Het tweede fonds gaat investeren in opkomende markten en richt zich op drie pijlers: het ondersteunen van kleinschalige boeren bij de omschakeling naar agro-ecologie of agro-forestry, het opzetten van duurzame bosbouwprojecten met nadruk op soortenrijkdom, en natuurherstel. Die laatste pijler, natuurherstel, wordt vaak gekoppeld aan de CO₂-markt. Voor de financiering kijken we naar blended finance, oftewel een combinatie van ontwikkelingsbanken, impactinvesteerdere en privaat kapitaal. De doelomvang van dit fonds is 100 miljoen euro.'

Wat wordt de beleggingsaanpak van deze fondsen?

Nierop: 'Voor het fonds in ontwikkelde markten draait het om actief eigenaarschap. We kopen landbouw- of bosgrond, werken samen met lokale beheerders en sturen actief op de transitie. We kijken naar diversificatie – geografisch, maar ook tussen landbouw en bosbouw – en naar risicomitigatie. Regeneratieve praktijken zorgen ervoor dat de bodem water beter vasthoudt, dat gewassen minder kwetsbaar zijn voor plagen en dat de opbrengsten stabiel worden. Zo worden de natuur én de beleggingscase financieel robuuster.'

Hussels: 'In opkomende markten hanteren we een stapsgewijze aanpak, omdat Triodos zich traditioneel op kleine boeren richt. Voor hen is het vaak te risicovol om in een keer over te stappen naar een compleet nieuw systeem, maar wij hebben inmiddels veel ervaring opgedaan in hoe we daarbij kunnen helpen. Een goed voorbeeld is Limbua in Kenia, een sociale onderneming waarin het Hivos-Triodos Fonds investeert. Limbua werkt met 9.000 kleinschalige boeren die vaak op slechts één of twee hectare land macadamianoten en andere gewassen in agroforestry-systemen verbouwen. Omdat ze meerdere gewassen kunnen verkopen of zelf kunnen gebruiken, neemt de biodiversiteit op hun land toe en groeit ook de



CV

Mareike Hussels

Mareike Hussels is Product Development Manager Nature-based Solutions bij Triodos Investment Management. Ze heeft een specifieke focus op het ontwikkelen van financiële producten die natuur-gebaseerde oplossingen combineren met verschillende vormen van kapitaal. Hiervoor was Hussels actief bij onder andere FMO (de Nederlandse Ontwikkelingsbank), diverse impactinvestmentsfondsen, het World Resources Institute, en het UNEP Finance Initiative.

inkomenszekerheid van de gezinnen. Limbua helpt hen met biologische certificering, toegang tot internationale markten en een eerlijke prijs voor hun oogst. Daarnaast investeren we in bosbouwprojecten, waarbij we streven naar gemengde bossen in plaats van monoculturen. En bij natuurherstel letten we streng op kwaliteit, bijvoorbeeld door alleen CO₂-vastleggingsprojecten te steunen die echt ecologisch verantwoord zijn.'

Wat hopen jullie met deze fondsen te bereiken?

Nierop: 'Uiteindelijk willen we laten zien dat biodiversiteit niet alleen een morele noodzaak is, maar ook een investeerbaar thema. We hopen een vliegwieleffect te creëren voor natuur en biodiversiteit. Als we bewijzen dat dit financieel aantrekkelijk én schaalbaar kan, dan kan het kapitaal van grote institutionele beleggers echt gaan stromen. En daarmee heeft het geld positieve veranderkracht.'

Hussels: 'Voor mij persoonlijk gaat het ook om het bieden van een alternatief voor het huidige landbouw- en bosbouwsysteem. Ik heb eerder gewerkt aan het beperken van schade, maar dat voelde soms als dwelen met de kraan open. Nu kunnen we laten zien dat een ander model wél mogelijk is: een model waarin boeren beter verdienen, de natuur herstelt en beleggers een eerlijk rendement ontvangen.' ■

Kritisch denken bij opkomst AI belangrijker dan ooit

Column van CFA Society Netherlands

Met de razendsnelle ontwikkeling van artificial intelligence (AI) is er veel aandacht voor een goede adoptie ervan. De kracht zit in de combinatie van mens en machine. Het CFA Institute Research & Policy Center doet praktische aanbevelingen.

Een recente MIT-studie, waarover TIME Magazine in juni rapporteerde, toont aan dat ChatGPT-gebruikers minder hersenactiviteit vertonen bij het schrijven van een essay. Dit wijst op verminderde kritische denkvaardigheden. Het gepresenteerde werk was minder origineel en tijdens het experiment nam de afhankelijkheid van ChatGPT toe. Vanwege de risico's bij de snelle opmars van AI in het onderwijs vonden de onderzoekers van MIT's Media Lab het wenselijk de publiciteit te zoeken, ondanks de beperkte omvang en voorlopige aard van de uitkomsten.

AI-expert Noelle Russell benadrukt hoe AI kan worden ingezet bij het vergroten – niet vervangen – van het menselijk denkvermogen, vooral in sectoren waar context en relaties van cruciaal belang zijn, zoals de financiële sector.

In de financiële sector is zichtbaar hoe AI traditionele processen verandert. Recent deelde het CFA Institute Research & Policy Center een vijftal praktische lessen voor beleggingsprofessionals.

Een eerste les is dat AI vooral waarde heeft in het vergroten van professionele menselijke mogelijkheden, en niet in het vervangen daarvan. Met name beginnende werknemers hebben hier voordeel van, waardoor de productiviteit stijgt.

Een tweede les betreft de mogelijkheden voor integratie in strategische besluitvormingsprocessen. AI kan ondersteunen in het identificeren van risico's en het tegengaan van 'groupthink'. Wel kan de ondoorzichtigheid van AI-uitkomsten vragen oproepen, onder andere ten aanzien van regelgeving.

Een derde les betreft de zorg dat AI het kritisch denkvermogen kan ondermijnen, hetgeen we ook zagen in de MIT-studie. Het (blijven) uitvoeren van taken zonder gebruik van AI biedt hier tegenwicht.

De vierde les betreft het borgen van begeleiding en toezicht op toepassing van AI in besluitvormingsprocessen om ethische en toezichtrisico's te beheersen.

De vijfde les is dat de kennis en vaardigheden van medewerkers in de sector zich in lijn met de opmars van AI moeten ontwikkelen. Specifiek wordt hier gewezen op de vaardigheid om te leren leren. Het bieden van waarde voor klanten zal afhangen van het vermogen om menselijk oordeel te balanceren met AI-gebruik.

De opmars van AI heeft de volle aandacht van beleidsmakers en toezichthouders. Gegeven het strategische belang van AI hebben zij een schat aan publieke informatie beschikbaar over de ontwikkelingen en implementatie van AI wereldwijd. Een recente studie van denktank CGAP laat zien dat de gehanteerde definities van AI verschillen, maar vaak genoemde kernelementen zijn het uitvoeren van menselijke taken op het gebied van redeneren, leren en besluiten, en het vermogen om veel data te verzamelen en te interpreteren. Hun onderzoek laat ook verschillen zien tussen softe en harde regulering, oftewel tussen niet-bindende afspraken en specifieke wetgeving. Gezien het context-specifieke karakter is er geen generiek optimaal toezichtmodel voor AI. Ook de aanbevelingen voor de financiële sector verschillen per jurisdictie.

De Bank for International Settlements (BIS) ziet voor de financiële sector de voordelen van productiviteitswinst en kostenbesparingen. Zij ziet in AI een versterking van vooral bestaande risico's. Wel wijst de BIS op de noodzaak van voldoende toezicht vanwege nieuwe marktpartijen en businessmodellen, en van toezicht op grote spelers in cloud- en AI-diensten vanwege de concentratie in de sector. Kortom, kritisch (blijven) nadenken blijft het devies. ■



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

Impact investing catalyzes the infrastructure needed for circular solutions

By Monica Puccetti and Angeles Toledo

Global material extraction exceeds 106 billion tonnes annually, while recycling rates remain only 6.9%¹. Combined with fast consumption, this creates a massive supply gap that a linear economy cannot fill. Circular infrastructure still lags behind second-life technologies, and fragmented US and EU regulations discourage investment, creating risks of asset stranding and bottlenecks. By deploying capital into circular infrastructure, investors can mitigate these risks while achieving attractive risk-adjusted returns and driving tangible solutions to real-world sustainability challenges.

The materials garbage crisis is more pressing than ever. With rising CO₂ emissions, affected biodiversity, and microplastics infiltrating our bodies, the impact is undeniable. While governments struggle with ineffective recycling policies, complex regulations, and the shortcomings of the UN Plastics treaty, investors have

the power to drive change. By financing innovative solutions, they can achieve attractive risk-adjusted returns while making a significant difference.

In this article, we explain why circularity is compelling and why specialist investors can make this a success.

What are the key challenges in today's global waste and materials landscape, and why does this matter now more than ever?

The world extracts over 106 billion tonnes of materials annually, yet recycles just 6.9%², creating a massive gap. Even as second-life technologies proliferate, hurdles are preventing progress towards circularity:

- Low recycling rates across materials streams;
- Chronical lack of capital for scaling recycling technologies;
- Fragmented, complex regulations – varying EPR

- schemes³ and recycled content mandates – undermine investor confidence;
- Lack of global consensus, as seen in the stalled UN Plastic Treaty negotiations.

Resource strain, infrastructure gaps, and policy fragmentation are accelerating the urgency for change. Within five years, the EU's 2030 Circular Economy Plan and tightening US mandates, despite the temporary anti-ESG wave, will drive up compliance costs and boost demand for recycled inputs. The resulting stranded fossil assets may facilitate a more sustainable materials economy, while mitigating supply chain risks. Investors ignoring climate risk will face a growing climate-risk premium, which penalizes carbon-intensive strategies through higher capital costs, reduced valuations, and lower future returns overall.⁴

Why is circularity a compelling investment proposition to these challenges?

Circularity replaces the linear 'take-make-dispose' model with systems that preserve material value, cut environmental impact and strengthen resilience. Additionally, plastics pollution represents a 'grave, growing, and under-recognized danger to human and planetary health'⁵ due to the contamination in our bodies. Material production drives roughly 30% of global GHG emissions⁶. Closing the loops on plastics, composites, and metals could save up to 3.7 Gt CO₂ emissions annually⁷ by 2050, surpassing the EU's 2022 emissions⁸.

For investors, this translates into powerful vectors of value:

- **Tangible impact** by solving sustainability challenges while avoiding negative effects to health, CO₂ and biodiversity loss;
- **Decarbonization upside** via lower lifecycle emissions;
- **Investment opportunities** in the materials transition innovation, technologies and infrastructure plus revenue diversification;
- **Resilience and optionality** from raw-material price spikes, trade disputes and resource shortages.

As disasters intensify, stalled circularity demands urgent action to build an economy serving people and planet: resilient, nature-positive, and prosperous.

How can impact-driven investment catalyze systemic change in materials and manufacturing?

Investment in climate solutions is an institutional imperative to accelerate decarbonization and mitigate risks to communities, businesses, and livelihoods. Yet, inconsistent methodologies across asset classes hinder financing. Specialist impact fund managers bridge this gap with patient growth-equity capital, absorbing early-stage risk for first-of-a-kind second-life technologies for the circular economy. With deep sector expertise, they identify disruptive innovations, channel capital to those with greatest potential, and de-risk projects by aggregating demand and aligning stakeholders. Strategic partners such as consumer brands and petrochemical firms secure forward-purchase agreements, underwrite revenues, and validate circular feedstocks as viable long-term inputs. This collaborative model fosters

systemic change, market creation, and attractive risk-adjusted returns. By deploying capital with patience, precision, and demand focus, specialist impact investors can transform isolated demonstrations into scalable, circular manufacturing systems, laying the groundwork for large-scale institutional investment.

What concrete steps can be taken to build and de-risk the infrastructure needed to scale circular solutions?

To build and de-risk the infrastructure needed to scale circular solutions, we must create projects that are bankable and resilient. This requires locking in demand, mobilizing blended finance, fostering deep collaboration, and embedding the right governance and talent from day one. Concretely:

- **Guarantee demand:** Secure multi-year offtake agreements with major brands for recycled inputs;
- **Mobilize catalytic capital through public-private consortia:** Use public-private consortia to co-fund demonstration sites. Blended finance reduces early risk, unlocks debt, scales technology, and builds local skills;
- **Advocacy:** As market power shifts, connecting players across the value chain strengthens supply chains and accelerates commercialization;
- **Embed hands-on governance:** Deploy operational-excellence frameworks and real-time performance monitoring to optimize performance and ensure environmental standards;

- **Sustain long-term engagement:** Deploy hands-on teams – supported by tech experts – to guide execution, manage risk, and scale best practices.

Which markets are adopting circular materials, and how do they compare to virgin alternatives in quality, cost, and sustainability?

Massive resource extraction and rapid consumption have created a gap the linear economy can't bridge. All materials must and can adopt some degree of circularity to overcome constraints. In this context, large loops (such as monomer recycling) are complex, time-consuming and regulation-dependent, while small loops (retaining product value by keeping items whole), are simpler and easier to implement. Both are essential for shifting towards a sustainable, de-risked economy. Ultimately, the success of new materials is based on cost-effective structures, competitive pricing, and technical specifications aligned with market needs.

As an investor, you're looking for solutions that either:

- are inherently cost-efficient, or
- present an opportunity to build scalable and investable businesses around them.

The industries affected are vast, presenting both significant challenges and transformative opportunities. Plastics are just the beginning, catalyzing a broader shift across the world's base industries, where replicable

solutions can drive widespread impact.

Why is now the pivotal moment for institutional investors to partner with impact investors and accelerate the global transition to circular materials?

We are at a rare inflection point: technology is ready, regulation is tightening, and demand for circularity is accelerating. Within five years, recycled-content mandates will come into force, compliance costs will rise, and pressure on virgin materials will intensify. Impact investors with specialist expertise, patient capital, and proven deal-structuring capabilities can pave the way for institutional investors to scale the required circular infrastructure. Circularity of material has moved beyond proof of concept – the time to move from pilot to industrial scale is now. Only institutional investors have the resources to deliver lasting results. Early movers can secure strong returns, future-proof supply chains and lead the shift to sustainable production. In an era defined by decarbonization and resource scarcity, combining institutional scale with impact agility is the fastest path to industrial circularity - and lasting competitive advantage. ■



Monica Puccetti

Head of Impact & ESG /
Investment Manager,
Infinity Recycling



Angeles Toledo

Experienced impact investor
& advisor

SUMMARY

Massive resource extraction and rapid consumption have created a gap the linear economy can't bridge.

Circularity of material has moved beyond proof of concept – the time to move from pilot to industrial scale is now.

Institutional investors have the resources to deliver lasting results.

Early movers can secure good risk-adjusted returns, future-proof supply chains and lead the shift to sustainable production.

- 1 https://www.circularity-gap.world/updates-collection/global-circularity-rate-fell-to-6-9---despite-growing-recycling?utm_source=https://www.circularity-gap.world/updates-collection/global-circularity-rate-fell-to-6-9---despite-growing-recycling?utm_source
- 2 https://www.circularity-gap.world/updates-collection/global-circularity-rate-fell-to-6-9---despite-growing-recycling?utm_source=https://www.circularity-gap.world/updates-collection/global-circularity-rate-fell-to-6-9---despite-growing-recycling?utm_source
- 3 Policy tool that extends the producer's financial and/or operational responsibility for a product.
- 4 Proactive investment in resilience protects asset value, creditworthiness, and insurability while unlocking economic benefits (e.g. every \$19 spent on coastal flood adaptation avoids \$149 in damages). Source: <https://www.iigcc.org/insights/physical-climate-risk-front-centre-investors>
- 5 [https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736\(25\)01447-3/abstract](https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736(25)01447-3/abstract)
- 6 https://www.breakthroughenergy.org/our-approach/grand-challenges/?utm_source=https://www.ellenmacarthurfoundation.org/completing-the-picture
- 7 <https://www.ellenmacarthurfoundation.org/completing-the-picture>
- 8 <https://www.canada.ca/en/environment-climate-change/services/environmental-indicators/global-greenhouse-gas-emissions.html>

Ontgroeivoorwaarden noodzakelijk voor toekomstbestendige innovaties

In een kapitalistische, op economische groei gericht marktsysteem worden innovaties gedreven door efficiëntie en winstmaximalisatie. Deze gedrevenheid draagt echter bij aan meer ecologische destructie en sociale ongelijkheid. Innovatie kan radicaal anders.

Door Rob van der Rijt en Felix van Hoften

Innovatie wordt binnen het huidige markt-denken veelal beschreven als de ontwikkeling van nieuwe producten, markten, productiemethoden of organisatievormen met als doel economische groei te creëren. De gedachte leeft dat die ontwikkeling louter positieve gevolgen heeft voor de maatschappij. Het zou bijdragen aan welvaart, welzijn en positieve vooruitgang. Inmiddels staat echter onomstotelijk vast dat economische groei, aangejaagd door deze conventionele vorm van innovatie, leidt tot ecologische destructie, economische ongelijkheid en onrechtvaardigheid.

Ecologische destructie vindt op verschillende manieren plaats. Het gaat niet alleen om het verlies van biodiversiteit als gevolg van klimaatverandering. Het gaat bijvoorbeeld ook om de chemische verontreiniging van bodem, water en lucht

(denk aan vervuiling door micro- en nanoplastics), of het verzuren van de oceanen met de afsterving van het koraal als gevolg. Ook zijn er inmiddels tekorten aan zoet water om de wereldwijde natuur in stand te houden en leidt de verstoring van de stikstofcyclus tot afbraak van gezonde landbouw en ecosystemen.

Onderzoekers laten ondubbelzinnig zien: economische groei leidt tot meer energie- en materiaalgebruik, koppeling genoemd. En de winning, het verbruik en de verwerking na gebruik van energie en materialen, leidt tot eerdergenoemde fundamentele ecologische problemen, met grote gevolgen voor de bestaanszekerheid en gezondheid van de mens.

Wereldburgers die het minst hebben bijgedragen aan de huidige ecologische destructie, ervaren de meeste nadelen. Overstromingen, ondraaglijke hitte, biodiversiteitsverlies en verdroging leiden tot mislukte oogsten in gebieden rondom de evenaar. Zo'n 600 miljoen mensen wonen op dit moment in klimaat-risicovol gebied, waarvan het merendeel in het mondiale Zuiden. Een wereldwijde economische krimp van zo'n 19% wordt voorspeld als gevolg van de huidige ecologische achteruitgang en ook die krimp zal voor het grootste deel plaatsvinden in arme landen.

Ondanks alle negatieve gevolgen van decennialang verkeerd investeringsbeleid blijven managementteams en aandeelhouders van grote bedrijven kortetermijnbeslissingen nemen: nu de omzet, morgen de problemen. Men blijft maar kapitaal investeren in innovaties en groei die verdere achteruitgang bespoedigen. Tijd dus om ook andere stakeholders op democratische wijze en met beslissende stem mee te laten bepalen waar bedrijven met onze leefomgeving naartoe gaan.

Eerder pleitten wij in het gerenommeerde academische tijdschrift 'Real-World Economics Review' al voor een radicaal andere benadering van innovatie. Een benadering die gebaseerd is op de principes van *degrowth*, of ontgroeien. Het gaat daarbij om het rechtvaardig terugschalen van productie en consumptie om menselijk welzijn te vergroten en ecologische schade te herstellen, lokaal en mondiaal, nu en in de toekomst. Zoals de bekende econoom John Stuart Mill eind 19^e eeuw al stelde, hebben we een economie

‘Natuurkundige grenzen dienen geïntegreerd te worden in het ontwerp van ons economisch systeem.’

nodig die in harmonie is met de natuur. Het laten ontgroeien van de samenleving leidt tot minder uitstoot, minder materiaalverbruik en minder vervuiling. Ook de internationale organisatie voor klimaatoverleg (IPCC, 2022) bevestigt dat ontgroeien een zeer effectieve manier is om grondstoffengebruik en emissies te verminderen.

Vier voorwaarden voor het ontwikkelen van innovaties gebaseerd op ontgroeien zijn cruciaal:

- 1 Entropische realiteit:** Natuurkundige grenzen dienen geïntegreerd te worden in het ontwerp van ons economisch systeem. Wanneer iedereen zou leven zoals we in Nederland leven, zouden we vier aardbollen nodig hebben om alle natuurlijke materialen te produceren voor onze consumptie. Het mondiale energie- en grondstofverbruik moet onder veilige ecologische grenzen blijven. Dat betekent dat de aarde in staat moet zijn zich te herstellen van de vernietiging en vervuiling van haar ecosystemen.
- 2 Sociale en economische rechtvaardigheid:** Herverdeling van middelen, waarbij het mondiale Zuiden en de armen in het Noorden meer toegang krijgen tot duurzame ontwikkeling, en het mondiale Noorden, en dan met name de rijken, minder gaan verbruiken. Eerlijke prijzen spelen hierin een rol: 'true pricing' houdt rekening met milieuvervuiling en zorgt voor leefbare lonen wereldwijd.
- 3 Welzijn voor al het leven:** Niet alleen mensen, maar ook dieren en ecosystemen moeten centraal staan. Alles dat leeft moet profiteren van innovaties omdat alles dat leeft met elkaar verbonden is en elkaar gezond houdt. Costa Rica toont aan dat een lage uitstoot en een hoog welzijn samen kunnen gaan. Het geheim? Een levensstijl gericht op balans en eenvoud ('pura vida') ondersteund door beleid. Ook steden als Barcelona nemen het voortouw met initiatieven als 'Superblocks', die stedelijke ruimte vergroenen en herverdelen.
- 4 Democratie versterken:** Innovatie moet niet enkel door markten en kapitaal worden bepaald, het moet voortkomen uit democratische besluitvorming. Die dient plaats te vinden door zowel

kapitaalbezitters, werknemers, omwonenden alsook natuurlijke belanghebbenden, zoals bepleit in de rechten-voor-de-natuur-beweging. In Nederland geeft de zoöperatie-beweging hier al concreet invulling aan. Ook zijn coöperaties en bedrijven gericht op algemeen welzijn beter in staat sociaal rechtvaardig en ecologisch verantwoord te produceren.

Wij zijn niet technofobisch. Integendeel, technologische innovaties kunnen en zullen gaan bijdragen aan het herstel van ecosystemen en het verminderen van ongelijkheid, mits ze voldoen aan bovenstaande voorwaarden. En daarvoor is vaak geen complexe technologie nodig – we kunnen er al direct mee beginnen.

Enkele voorbeelden van dit soort innovaties zijn: makkelijk te repareren en biologisch afbreekbare producten met een lange levensduur, mobiliteitsoplossingen die openbaar vervoer, elektrische deelmobiliteit en fietsen stimuleren, landbouwinnovaties die emissies verminderen bij zowel productie als consumptie en tegelijkertijd de bodemkwaliteit verbeteren, energie- en wooncoöperaties in burgerhanden, en lokale deelplatformen waar apparaten, energie en mobiliteit kunnen worden uitgewisseld.

Op dit moment zijn in Nederland al honderden, zo niet duizenden burgerinitiatieven bezig om invulling te geven aan bovenstaande voorbeelden. Dit wordt ook wel de 'Onderstroom' genoemd. Nederlandse overheden dienen dit soort initiatieven alle ruimte te geven, de juiste voorwaarden te scheppen voor succes en ook financieel te ondersteunen. Dat kan bijvoorbeeld door enkel innovaties toe te laten op de markt die voldoen aan de eerder genoemde voorwaarden.

Zonder innovaties die zijn gebaseerd op ontgroeivoorwaarden kunnen we de sociale en ecologische achteruitgang niet stoppen. Innovatie die enkel efficiency en groei nastreeft, is niet toekomstbestendig. Echte duurzame innovatie draagt bij aan een veilige leefruimte binnen planetaire grenzen én welzijn voor alle levensvormen. De eerste zaadjes zijn hiervoor geplant en ontkiemd, nu is het zaak dit grootschalig en met spoed verder uit te rollen. ■



Rob van der Rijt

Senior Onderzoeker bij het Transversaal Lectoraat Sustainability Transitions aan de Breda University of Applied Sciences en oprichter van het Klimaatplein.



Felix van Hoften

Docent-Onderzoeker Ecologische Economie Rotterdam University of Applied Sciences, Universiteit van Amsterdam en Nyenrode.

IN HET KORT

Binnen het huidige marktsysteem dragen innovaties veelal bij aan meer ecologische destructie en sociale ongelijkheid.

Er is een radicaal andere benadering van innovatie nodig, waarbij innovaties alleen nog op basis van ontgroeivoorwaarden op de markt worden toegelaten.

Nieuwe producten en diensten zouden moeten bijdragen aan minder grondstoffen- en energieverbruik, op een eerlijke en democratische wijze tot stand moeten zijn gekomen, en gericht zijn op het welzijn van mens en natuur.

Good governance en dubbele materialiteit

Door Katharina Schwaiger, Cherry Muijsson en Ita Demyttenaere

Recentelijk is er binnen de pensioensector debat over de vraag hoe de integratie van duurzame factoren in het beleggingsproces binnen de fiduciaire plicht past. Pensioenfondsen willen op een verantwoorde manier zorgen voor een goed pensioen voor hun deelnemers, maar hoe weeg je alle duurzame factoren, en staan ze op gespannen voet met elkaar? En welke waarde voegen good governance-indicatoren toe?

De uitdaging ligt bij het realiseren van ESG-integratie met minimale impact op financieel resultaat. Men richt zich daarbij vaak op strategieën zoals uitsluiting, actief aandeelhouderschap of impactbeleggen, maar deze zijn niet zonder nadelen. Een beperking van het beleggingsuniversum kan ongewenst tracking error creëren en succesvol aandeelhouderschap is slecht te kwantificeren.

Meer recentelijk zijn inclusie-strategieën in opkomst, waarbij de aandelenselectie wordt uitgevoerd met integratie van duurzaamheids- en governance-overwegingen. In dit artikel bespreken we de voordelen van een dergelijke strategie en de natuurlijke fit die deze strategie kan hebben binnen de fiduciaire plicht. Ook onderzoeken we een aantal

relevante indicatoren op hun toegevoegde waarde, zowel financieel als maatschappelijk ('dubbele materialiteit'). Daarbij is het cruciaal om goede eigenschappen van bedrijven binnen de beleggingsportefeuille te kunnen herkennen. Good governance is een fundament voor elke succesvolle strategie van een bedrijf¹, en ook een van de cruciale bouwstenen voor het definiëren van een duurzame belegging binnen de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Ons onderzoek toont aan dat good governance-indicatoren waarde kunnen toevoegen binnen een inclusiebeleid in de beleggingsstrategie.

Drijfveren voor insluiting en uitsluiting

De afweging tussen insluiting en uitsluiting binnen het pensioenfondsbeleid draait om het vinden van een balans tussen maatschappelijke waarden en financieel rendement. Insluiting houdt in dat er actief wordt gekozen voor ondernemingen die goed presteren op duurzaamheids- of maatschappelijke criteria, met als doel het combineren van positieve impact en solide financiële prestaties. Hierbij is de selectie van de juiste duurzaamheids- en maatschappelijke factoren cruciaal. Er zijn materiële factoren die historisch gezien ook een positief effect hebben gehad op de financiële resultaten. De studie van Khan, Serafeim en Yoon (2016) toont bijvoorbeeld aan dat bedrijven die goed scoren op materieel relevante ESG-thema's, gemiddeld hogere langetermijnrendementen behalen.²

Uitsluiting betekent dat specifieke bedrijven, sectoren of landen worden geweerd uit de portefeuille, bijvoorbeeld vanwege

betrokkenheid bij fossiele brandstoffen, wapenproductie of mensenrechtenschendingen. Deze strategie weerspiegelt vaak morele of wettelijke grenzen.³ Dit kan echter leiden tot een hogere tracking error en het mislopen van snelgroeiende sectoren: het zogenaamde FOMO-risico.⁴ Tegelijkertijd neemt het reputatierisico af, zeker wanneer posities en/of bedrijven uitgesloten worden die een rol spelen bij milieuvervuiling, mensenrechtenschendingen of fraude. De groeiende wet- en regelgeving, zoals SFDR, dwingt pensioenfondsen bovendien tot meer transparantie en verantwoording over ESG-integratie.

Beide gevallen vragen om strategische keuzes, onderbouwd door data en dialoog. Pensioenfondsen worden gevraagd die afwegingen helder te maken richting deelnemers, toezichhouders en andere stakeholders, met oog voor zowel financiële als maatschappelijke impact op de lange termijn.

FIGUUR 1: INDICATOREN MET EEN STERKE LINK NAAR GOOD GOVERNANCE

Naam indicator	Definitie	Good governance-link	Information Ratio
Lange termijn beloning	Beoordeelt hoe het bestuur op lange termijn wordt beloofd en of dit aansluit bij aandeelhoudersbelangen.	Een focus op lange termijn beloningen stimuleert investeringen op de lange termijn.	0.45
Cyberveiligheid	Beoordeelt hoe een bedrijf cyber-risico's beheert en transparant is over incidenten.	Cyberincidenten wijzen vaak op governance-falen.	0.32
OHSA (Occupational Safety and Health Administration)	Onderzoekt bedrijven die recent door de arbeidsinspectie zijn beoordeeld.	Naleving beperkt risico's, beheerst kosten en versterkt vertrouwen.	0.10
Taalcomplexiteit	Analyseert de complexiteit van kwartaalgesprekstranscripties om governanceproblemen te signaleren.	Hoge complexiteit hangt vaak samen met lagere governance-scores.	0.78
Taaldiscrepancie	Vergelijkt verschillen tussen het managementgedeelte en Q&A in kwartaalgesprekken.	Consistentie versterkt geloofwaardigheid en vertrouwen.	0.61
Stewardship alignment	Onderzoekt afstemming tussen stewardshipnotities en prioriteiten in kwartaalgesprekken.	Minder openheid tijdens gesprekken wijst op lagere ontvankelijkheid voor aandeelhouderszorgen.	0.26

Bron: BlackRock

Hoe good governance waarde kan toevoegen

Good governance verwijst naar de kwaliteit van het bestuur en toezicht, en naar de interne controle binnen een organisatie. Omdat het niet direct op de balans zichtbaar is, vormt het een cruciale niet-financiële waardecomponent. Goed bestuur beïnvloedt de besluitvorming, het risico-beheer en de langetermijnstrategie van een onderneming. Het draagt bij aan transparantie, de verantwoordingsplicht en een gezonde bedrijfscultuur – elementen die beleggers vertrouwen geven. Ondernemingen met een zwak bestuur lopen een grotere kans op schandalen, wanbeleid of strategische misstappen.⁵ Denk aan perverse beloningsstructuren, gebrekkige cybersecurity of onduidelijke communicatie naar stakeholders.

In het kader van dubbele materialiteit is good governance dus tweedelig: enerzijds beïnvloedt het financiële prestaties, anderzijds bepaalt het in hoeverre een onderneming negatieve of positieve impact heeft op mens en maatschappij. Het structureel opnemen van governance-indicatoren in beleggingsanalyses stelt beleggers in staat om weloverwogen keuzes te maken die beide ondersteunen. Ons onderzoek richt zich

daarom op indicatoren met een sterke link naar good governance (Figuur 1). We kijken telkens naar de MSCI World (behalve voor OHSA, waar we alleen Amerikaanse aandelen beschouwen) gedurende de periode tussen 2010 en 2025, en gebruiken (duurzaamheids) jaarverslagen, beleidsdocumenten, websitedata, taalsignalen, machine learning en earnings transcripts.

De opgestelde indicatoren worden getest in een regressieaamwerk om hun (statistische) relevantie en kracht als signaal binnen een inclusiestrategie te evalueren. Hierbij worden portefeuilles opgesteld met een inclusiestrategie waarbij de betreffende indicator gebruikt wordt voor tilts versus de benchmark. Zo kan de impact van een dergelijke strategie op cumulatief rendement en de gemiddelde verbetering van de betreffende indicatorscore worden gemeten.

De analyse toont aan dat strategieën met good governance-indicatoren verbetering laten zien op zowel financieel als governancegebied. Hogere taalcomplexiteit in earnings calls hangt bijvoorbeeld samen met een lagere toekomstige winstgevendheid, terwijl eenvoudigere taal een positievere vooruitblik signaleert. Het model

behaalt een Information Ratio (IR) van circa 1,22 voor de Russell 3000 en 0,8 voor de MSCI World. Daarnaast correleert een lagere complexiteit met betere governance-indicatoren, zoals hogere MSCI Governance Controversy Scores (0,10 verbetering versus de benchmark) en betere Audit Tax Risk Management-scores, wat wijst op een gunstiger duurzaamheidsprofiel. De indicatoren hebben mogelijk dubbele materialiteit die interessant kan zijn voor inclusiestrategieën. ■



Katharina Schwaiger

PhD, Managing Director en Deputy CIO, BlackRock



Cherry Muijsen

PhD, Chief Investment Officer, Fiduciair team voor pensioenfondsen in Engeland, Nederland, en de Nordics, BlackRock



Ita Demyttenaere

Director Sustainable and Transition Solutions, BlackRock Nederland

IN HET KORT

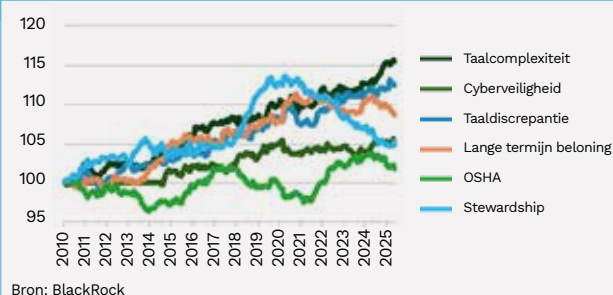
Een inclusiestrategie kan een beleggingsbeleid verrijken.

Uitsluiting verlaagt reputatierisico, maar kan rendement en spreiding beperken.

Insluiting selecteert ondernemingen met sterke ESG-prestaties, historisch gelinkt aan hogere langetermijnrendementen.

Onderzoek toont aan dat Good Governance-indicatoren waarde toevoegen op zowel financieel als maatschappelijk gebied en zowel qua financieel resultaat als maatschappelijke impact.

FIGUUR 2: CUMULATIEVE OVERRENDEMENTEN VERSUS DE BENCHMARK



- <https://ir.blackrock.com/governance/governance-overview/default.aspx> of Aguilera, R.V. (2023), "Corporate Governance in Strategic Management," Oxford Academic. <https://academic.oup.com/book/39240/chapter/338768105>
- Khan M, Serafeim G, Yoon A. Corporate sustainability: First evidence on materiality. Accounting Rev. 2016;91(6):1697-1724. doi:10.2308/accr-51383. Echter, andere studies wijzen op mogelijke gebrekkige financiële prestaties op de kortere termijn. Raghunandan en Rajgopal (2022) constateren dat ESG-fondsen in perioden van marktdruk gemiddeld slechter presteren dan traditionele fondsen. Dit wordt deels verklaard door sectorbias (bijvoorbeeld onderweging van energie of defensie) en hogere waarderings van ESG-aandelen, wat ze kwetsbaarder maakt bij correcties.
- Uitsluiting kan ook worden gedreven door financiële materialiteit, bijvoorbeeld wanneer een belegger er van overtuigd is dat een gehele sector (bijvoorbeeld olie en gas) op de lange termijn een onaantrekkelijk risico-rendementsprofiel biedt.
- "FOMO in equity markets? Concentration risk in sustainable investing", June 2025, Andreas Brögger, Joren Koeter and Mathijs van Dijk, Rotterdam School of Management, Erasmus University
- Emerald Insight (2024). "Corporate Governance and ESG Controversies: A Quantile Regression Approach

Past performance is not a reliable indicator of current or future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy. Capital at risk. The value of investments and the income from them can fall as well as rise and is not guaranteed. You may not get back the amount originally invested. Changes in the rates of exchange between currencies may cause the value of investments to diminish or increase. Fluctuation may be particularly marked in the case of a higher volatility fund and the value of an investment may fall suddenly and substantially. Levels and basis of taxation may change from time to time. This document is for information purposes only and does not constitute an offer or invitation to anyone to invest in any BlackRock funds and has not been prepared in connection with any such offer.

Risicowaarschuwingen

Beleggingsrisico. De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers hun oorspronkelijke inleg niet terugontvangen. Dit is een marketinguiting.

Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de AFM en de MiFID-richtlijn). Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen.

Uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, tel: 020 – 549 5200 / +31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoonsgesprekken doorgaans opgenomen.

© 2025 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden.

MKTGH0925/S-4792336

Zo versnellen pensioenfondsen de Nederlandse energietransitie

De energietransitie in Nederland vraagt om miljardeninvesteringen. Pensioenfondsen kunnen met gerichte groene investeringen de opschaling van de Nederlandse energietransitie versnellen.

Door Reiniera van der Feltz

Nederland wil in 2050 klimaatneutraal zijn. Het tussendoel is minimaal 55% daling van CO₂-equivalenten in 2030 ten opzichte van 1990. Het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) acht de kans op het bereiken hiervan kleiner dan 5%.¹ PBL's realistische verwachtingen voor 2030 liggen tussen de 47% en net geen 55% reductie. We moeten dus een tandje bijzetten.

Pensioenfondsen kunnen met hun beleggingen grote

impact maken. De verduurzaming van industrie, landbouw, gebouwde omgeving en mobiliteit leidt tot grote veranderingen in de energievraag. Modellen voorspellen dat in 2050 de energievraag 10% tot 30% lager ligt dan nu.² Dit komt met name door isolatie en verhoogde efficiëntie. Tegelijkertijd stijgt de elektriciteitsvraag fors door elektrificatie, met een verdubbeling tot verdriedubbeling ten opzichte van nu.

‘Naast uitbreiding van de netten hebben we een flexibel energiesysteem nodig dat beter meebeweegt met het aanbod.’

Uitbreiding netten financieren met groene obligaties

Het Nationaal Plan Energiesysteem (NPE) spreekt van het creëren van maximaal aanbod van duurzame energie, zoals wind- en zonne-energie. Het elektriciteitsnet is niet overall geschikt om grote hoeveelheden lokaal opgewekte energie te transporteren. Er is soms sprake van (dreiging van) netcongestie, een overbelasting van het net op bepaalde momenten. Bedrijven kunnen niet starten of uitbreiden omdat ze geen (grotere) elektriciteitsaansluiting kunnen krijgen. De netten moeten dus flink uitgebreid worden. Tussen nu en 2050 zijn er volgens Netbeheer Nederland 50.000 transformatorhuisjes meer nodig dan de 100.000 die er nu zijn. Ook moeten er tot 2050 meer dan 670 hoog- en middenspanningsstations worden bijgebouwd en moet er meer dan 100.000 km aan kabel worden aangelegd om ervoor te zorgen dat inwoners en bedrijven toegang hebben tot voldoende stroom.

De aandeelhouders van de netbeheerders (staat, provincies en gemeenten) hebben hiervoor extra

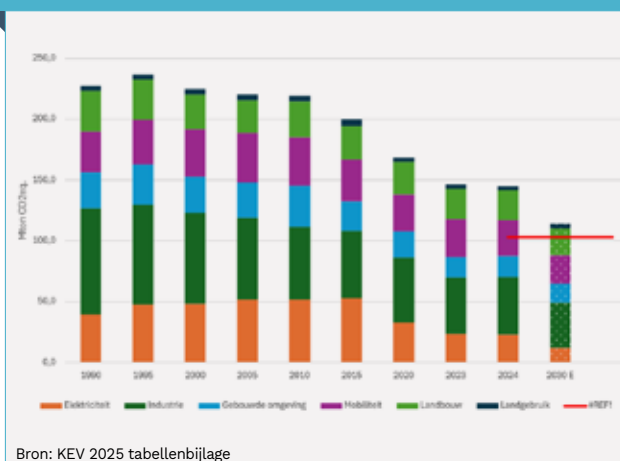
eigen vermogen gestort. Pensioenfondsen kunnen dit aanvullen met het benodigde vreemde vermogen. Groene obligaties van de netbeheerders TenneT, Enexis, Stedin en Liander zijn hiervoor uitermate geschikt (en Gasunie voor het gasnet). Door het lage risicoprofiel, de grote omvang en de handelsliquiditeit zijn deze obligatieleningen eenvoudig in te passen in de bedrijfsobligatieportefeuille van een pensioenfonds.

Flexibiliteit en opslag cruciaal voor stabiel energiesysteem

De vraag en het aanbod van energie zijn op de meeste momenten niet perfect in balans. Omdat wind- en zonne-energie weersafhankelijk zijn, gaat het energieaanbod bovendien meer schommelen. Soms is er te veel, soms te weinig. Ook de toekomstige vraag is anders door verduurzaming van industrie, gebouwde omgeving en mobiliteit.

Naast uitbreiding van de netten hebben we een flexibel energiesysteem nodig dat beter meebeweegt met het aanbod. De flexibiliteit om elektrische tekorten op te vangen, moet

FIGUUR 1: EMISSIES SECTOREN



volgens de II3050 (Integrated Infrastructure Outlook 2030-2050) groeien van zo'n 3 TWh per jaar in 2019 naar gemiddeld 90 TWh [86 – 100] in 2050. De grote uitdaging zit in de avondvraagpieken en in de koude winterperiodes, als de energievraag groot is en het duurzame aanbod gering. De flexibiliteit om elektrische overschotten op te vangen, groeit in de prognoses van de II3050 zelfs van zo'n 5 TWh in 2019 naar gemiddeld 225 TWh [186 – 273] in 2050.

Denk bij flexibiliteit niet alleen aan batterijen voor opslag van elektriciteit, maar ook aan interconnectie met het buitenland en conversie van en naar energiedragers, zoals waterstof en warmte, vraagsturing (gebruik tijdens vraagpieken afschakelen, slimme apparaten, dynamische tarieven), aanbodsturing (curtailment) en inzet van back-upcentrales (bijvoorbeeld gascentrales die alleen aangaan bij tekorten of om het net te stabiliseren) of baseloadcentrales (bijvoorbeeld kerncentrales).

Nederland moet de verschillende mogelijke vormen van flexibiliteit verder ontwikkelen. Veel infrastructuurprojecten, zoals kernenergie of zeer langetermijnopslag door middel van (waterstof)gas in zoutcavernes, zijn niet toegankelijk of te risicovol voor beleggers. Maar denk eens aan private beleggingen in innovatie. Met name op gebieden waar Nederland goed in is, bijvoorbeeld de productie van zware elektrische voertuigen, zoutwaterbatterijen, flowbatterijen (voor opslag langer dan 8 uur tot 60 uur), metaal-lucht batterijen, de

integratie van batterijen in het elektriciteitsnet en warmteopslag. Door via venture capital-specialisten daarin te investeren, versnellen pensioenfondsen niet alleen de energietransitie, maar versterken zij ook de innovatiekracht van Nederland.

Help de industrie verduurzamen met private debt

De industrie is verantwoordelijk voor een groot deel van de nationale uitstoot en heeft vaak grote behoefte aan warmte voor de processen. Veel fabrieken werken al met warmte-cascadering, waarbij hogetemperatuurwarmte na gebruik nog als lagertemperatuurwarmte gebruikt wordt in een ander proces. Daar waar verdere verduurzaming met e-boilers of warmtepompen mogelijk is, vereist dit een nauwkeurige inpassing in het gehele productieproces.

Ook hier vraagt verduurzaming grote up-front investeringen. Grote kans dat uw private (impact) beleggingen zich met name richten op de 'aanbodzijde', zoals elektriciteitsopwekking, laadinfrastructuur en bedrijven die innovatieve producten en diensten aanbieden. De 'vraagzijde' zijn de bedrijven die energie afnemen. De opgave van deze bedrijven om hun industriële processen, bedrijventerreinen, transport en vastgoed te verduurzamen, is immens en het gaat langzamer dan verwacht. Tijd dus om hier aandacht aan te besteden als institutionele beleggers.

(Kleinere) Nederlandse bedrijven die willen verduurzamen, kloppen doorgaans aan bij de huisbank voor een lening,

of ze betalen het uit eigen zak. Banken zijn echter niet altijd bereid dergelijke projecten te financieren vanwege een te lange investeringshorizon of een anderszins te hoog risico. Wanneer zij het risico van grote projecten willen delen, kloppen zij doorgaans aan bij collega-banken om de deal samen te doen.

De pensioensector kan een enorme impact maken als zij zich ook aanbiedt voor het verlenen van privaat vreemd vermogen (in samenwerking met banken). Dit zou een vliegwiel kunnen zijn voor de financiering van de Nederlandse energietransitie. Bovendien kan je bij private debt op maat voorwaarden stellen aan de leningen. Impactdoelen kunnen daar onderdeel van zijn. Dat is een voordeel ten opzichte van reguliere obligaties.

Uw investeringen maken het verschil

Van groene obligaties van netbeheerders en private debt voor verduurzaming van de industrie, tot venture capital in Nederlandse hoogstandjes: uw investeringen maken het verschil.

Ik daag u uit om beleid te formuleren voor uw Nederlandse impact en uw vermogensbeheerders aan te sturen om kansen te zoeken binnen onze landsgrenzen. Door bewust lokaal te investeren, helpt u Nederland sneller richting een klimaatneutraal energiesysteem. ■

- 1 Klimaat- en energieverkenning 2025
- 2 Netbeheer Nederland Scenario's Editie 2025

Disclaimer

Dit artikel is niet bedoeld als beleggingsadvies. Uw specifieke situatie is niet meegenomen, noch de beoordeling van individuele investeringsproposities.



Reiniera van der Feltz

Kwartiermaker en strategisch adviseur voor de Nederlandse energietransitie

IN HET KORT

Nederland wil in 2050 klimaatneutraal zijn, maar de kans is klein dat dit doel wordt gehaald. We moeten met zijn allen een tandje bijzetten.

De uitdagingen zijn legio en de oplossingen zeer kapitaalintensief. Alleen aandeleninvesteringen zijn niet genoeg. Er moet vreemd vermogen bij.

Groene obligaties van netbeheerders versterken het elektriciteitsnet.

Flexibiliteit en opslag zijn cruciaal voor een stabiel energiesysteem.

Private debt kan de industrie helpen verduurzamen.

Private investeringen maken het verschil richting klimaatneutraliteit.

Impact in motion: the Tikehau Capital story

Tikehau Capital supports private credit and impact investing by blending robust ESG integration with measurable impact, financial performance and a commitment to advancing Europe's sustainable transformation.

By Vincent Lemaitre and Bart Schenk

As a global alternative asset manager, Tikehau Capital has become a leader in sustainability, especially in transition and impact investing. Its integrated platform combines a thematic focus on private equity and private credit expertise. The impact strategy co-invests alongside flagship private credit funds, offering both core and tactical strategies, from unitranche and senior instruments to asset-backed and infrastructure related financing, broadening the investable universe and enhancing flexibility for investors.

Tikehau Capital's private credit impact conviction addresses three megatrends: climate change, social and inclusive development, and strategic sovereignty. Recognising Europe's vulnerability to climate risks, the strategy targets investments that drive decarbonisation, adaptation and sectorial transformation. The firm also invests in sectors that expand access to healthcare, education, affordable housing and workforce upskilling, supporting social infrastructure adaptation to evolve with environmental ambitions. Tikehau Capital firmly believes that reinforcing Europe's sovereignty requires bold, forward-looking investment in the energy transition and agricultural resilience. By targeting green industries, renewable energy supply chains, sustainable food systems and strategic infrastructure, the strategy aims to reduce dependence on

external actors, boost regional self-sufficiency, improve infrastructure resilience, and enhance Europe's long-term competitiveness on the global stage.

Impact framework: rigorous, transparent and evolving

Tikehau Capital's impact management process is robust and has been continuously refined since the firm entered the impact space in 2020. Key elements include:

- **A Five Dimension Framework:** What, Who, Depth, Contribution, and Risk for impact assessment.
- **Integrated Decision Making:** Impact considerations are embedded in the Investment Committee, with the sustainability team holding veto power over each investment's Theory of Change.
- **Legal and Reporting Rigor:** Impact KPIs and reporting are embedded in credit documentation, often linked to sustainability-linked loans (SLLs).

ESG ratchets: incentivising impact performance

Tikehau Capital's ESG ratchets (GHG reduction, diversity improvement at management level, cyber security) in private debt have influenced ESG practices in Europe. These mechanisms link loan margins to ambitious, measurable annual ESG targets. Meeting targets lowers interest rates; missing them may increase rates. This aligns financial and impact outcomes, supporting companies' sustainable transition.

Our track record challenges the myth that impact investing requires a trade-off in performance. Our impact credit strategy has delivered financial returns in line with traditional direct lending, demonstrating that market-rate returns and positive, measurable outcomes can go hand in hand.

Impact reporting is comprehensive and transparent. Portfolio companies report annually on ESG and impact metrics using frameworks like IRIS+ (a set of tools and guidance that translates impact intentions into measurable results), Sustainable Development Goals (SDGs) indicators, and Principal Adverse Impact (PAI) metrics. Data is third party verified, and investors receive regular updates via fund-level dashboards.

Continuous improvement and industry leadership: setting the benchmark

Tikehau Capital works with leading impact consultants and participates in industry initiatives such as the Principles for Responsible Investment (PRI) Private Debt Advisory Committee, France Invest, and the European Leveraged Finance Association (ELFA). Its sustainability and impact team embeds ESG and impact considerations throughout the investment process, from origination to exit.

Net zero commitment – aligning environmental goals with fund performance

All new private debt strategies are managed in line with a net zero pathway, targeting an 8.3% annual reduction in portfolio carbon intensity to achieve a 50% reduction by 2030.

Expanding the impact: collaboration, innovation and future outlook

Tikehau Capital's approach is distinguished by its collaborative ethos, working closely with portfolio companies to set ambitious targets and provide ongoing support for their achievement. The firm leverages its extensive network and expertise to facilitate knowledge sharing, encourage innovation, and drive continuous improvement across its investments. By fostering partnerships with industry leaders, consultants, and academic institutions, Tikehau Capital remains at the forefront of emerging ESG trends and regulatory developments, ensuring its strategies remain relevant and effective.

Innovation is central to Tikehau Capital's impact philosophy. The firm is actively exploring new financial instruments and data-driven solutions to enhance impact measurement and reporting. This includes piloting digital platforms for real-time ESG data collection, developing proprietary impact scoring methodologies, and integrating artificial intelligence to identify emerging risks and opportunities. These initiatives not only strengthen the firm's impact credentials but also provide investors with deeper insights and greater confidence in the delivering impact outcomes.

Looking ahead, Tikehau Capital is committed to scaling its impact across

geographies and asset classes, expanding its reach beyond Europe and into global markets where sustainable finance can drive meaningful change. The firm's vision is to catalyse a new era of responsible investing, where financial success is inseparable from positive environmental and social outcomes.

Conclusion

We consider that Tikehau Capital's impact investing strategy is a blueprint for the future of private credit: rigorous, transparent, and performance driven. By aligning financial returns with measurable impact, we support European companies and investors to build a more sustainable, inclusive, and resilient economy.

Tikehau Capital's commitment to impact is also reflected in its proactive stakeholder engagement and dedication to fostering a culture of responsible stewardship. The firm regularly consults with investors, portfolio companies, and industry experts to ensure its strategies remain aligned with evolving market expectations and regulatory standards. Continuous professional development and ESG training for investment teams are prioritised, equipping them to identify new opportunities and manage emerging risks.

By maintaining open channels of communication and encouraging feedback, Tikehau Capital cultivates trust and transparency. This holistic approach not only strengthens relationships but also reinforces the firm's position as a trusted partner in sustainable finance and impact investing. ■



Vincent Lemaitre

Head of ESG for Private Debt and Tactical Strategies, Tikehau Capital



Bart Schenk

Co-Head of Belgium, Tikehau Capital

SUMMARY

Tikehau Capital integrates ESG and impact at every stage of its private credit investment process, focusing on climate change, social inclusion, and strengthening European resilience.

Through ESG ratchets and sustainability-linked loans, Tikehau Capital incentivises positive outcomes, delivers market-rate returns, and leads with transparent, data-driven reporting.

Disclaimer

This document has been prepared by Tikehau Capital for information purposes only. It does not create any obligation on the part of Tikehau Capital. The information contained herein does not constitute an offer to subscribe or a solicitation to acquire securities, options, fund units or any other products or services, or a recommendation to make any investment or transaction. It does not take into account the investment objectives or financial needs of the recipient. No action should be taken or omitted on the basis of this document. This document does not constitute advice on legal, tax or investment matters. Recipients should therefore rely on their own examination of such matters or seek advice. Before making any investment (new or continuing), please consult a professional advisor and/or investment consultant. Tikehau Capital cannot be held liable for any decision taken on the basis of this document. The statements in this document are made as of the date of this document, unless otherwise indicated, and delivery of the document does not imply that the information contained herein is accurate as of any subsequent date. However, the information contained in this document has been obtained from sources whose reliability Tikehau Capital has made its best efforts to ensure as of the date of this document. Certain economic and market information contained in this document is derived from sources published by third parties. While these sources are believed to be reliable, neither Tikehau Capital nor any member of the management team can be held responsible for the accuracy of such information. Any statement contained in this document made in the context of an opinion and/or belief, as well as any forecast, or statement relating to expectations, concerning future events or the potential performance of a fund, represents only Tikehau Capital's own assessment of, and interpretation of, the information available as of the date of this document. As a result of these various risks and uncertainties, actual results may differ materially from those reflected in this document. This document has not been verified or approved by any regulatory authority. For further information, please contact Tikehau Capital.

Beleggingssucces datacentermarkt rust op meer dan alleen kapitaal

Jarenlang zat de Europese datacentermarkt op slot door een gebrek aan kapitaal, versnipperde markten en een overvloed aan voorschriften. Maar inmiddels ontpoppen datacentra zich in rap tempo tot het kloppende hart van de Europese economie. Kunstmatige intelligentie, clouddiensten en nationale digitale ambities geven de sector vleugels.

Door Arjen Jonk

Europa werkt aan een grootschalige vernieuwing van de infrastructuur. Dat opent deuren voor institutionele beleggers. Door de juiste keuzes te maken en de juiste samenwerkingen aan te gaan, kan het continent zich in de komende tien jaar ontwikkelen tot een van de belangrijkste markten voor digitale infrastructuur.

Overheden en de Europese Commissie zetten digitale infrastructuur hoog op de agenda, gestut door politieke draagkracht, financiering en industriebeleid. Frankrijk en Duitsland hebben omvangrijke programma's gelanceerd die de motor

vormen achter de groei van kunstmatige intelligentie en clouddiensten.

Rekenkracht en supercomputing zijn geen luxe meer, maar zijn onontbeerlijk voor toepassingen als zelfrijdende auto's, biotechnologie en de nationale veiligheid. Europa koppelt beleid aan financiële slagkracht. Voor beleggers ontstaan kansen die rusten op maatschappelijk draagvlak, een stevige lokale vraag en voorspelbare opbrengsten.

Maar Brussel zit niet stil. Nieuwe EU-verordeningen verplichten datacenters hun energie- en waterverbruik te rapporteren. Duitsland stelt daarnaast strengere eisen aan het hergebruik van restwarmte bij nieuwbouw. Deze maatregelen sluiten aan bij de bredere duurzaamheidsagenda, waarin transparantie en verslaggeving centraal staan. Nationale toezichthouders nemen die normen over, waardoor beleggers steeds beter zicht krijgen op de duurzaamheid van hun beleggingen. Beleid krijgt in de praktijk steeds meer handen en voeten.

De AI-versnelling

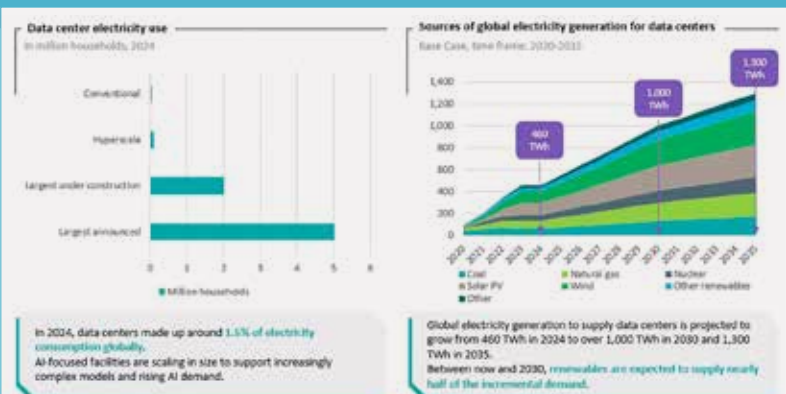
De doorbraak van kunstmatige intelligentie heeft de functie van datacenters ingrijpend veranderd. Ze zijn niet langer grauwe loodsen vol servers, maar energie-intensieve krachtcentrales waar dag en nacht de meest geavanceerde modellen draaien. Grote Europese economieën grijpen dit moment aan om hun digitale onafhankelijkheidsambitie tastbaar te maken. Frankrijk en Duitsland profileren zich als thuishaven van rekenfabrieken met een vermogen van meer dan 1 gigawatt, wat in Europa tot voor kort ondenkbaar was. Van toekomstmuziek is geen sprake meer: het gebeurt nu, gedreven door nationale strategie, geopolitieke belangen en de wedloop om koploper te worden in kunstmatige intelligentie. Niet alleen rekenkracht, maar ook glasvezel, energiezekerheid en koeling bepalen de concurrentiekracht op de lange termijn.

Hobbels op de weg

Het Europese stroomnet, al zwaar belast door de energietransitie, kraakt in zijn voegen. In veel regio's is de capaciteit uitgeput. In Nederland wachten datacenterbouwers soms tien jaar op een aansluiting.

Op het Iberisch schiereiland viel in april de elektriciteit een dag massaal uit: een pijnlijke les dat ook moderne netten kwetsbaar zijn voor piekbelasting. Toch ligt

FIGUUR 1: SECTOR SNAPSHOT: DATA TRANSMISSION & STORAGE



Bron: DWS

de ontwikkeling ook daar niet stil: in Madrid verrijzen in hoog tempo nieuwe datacentra.

Een datacenter zonder elektriciteit is niet meer dan een lege doos. Netcongestie geldt dus als een serieus te nemen beleggingsrisico. De stroomvoorziening bepaalt waar gebouwd kan worden, wanneer projecten van de grond kunnen komen en wat voor rendementen er op korte termijn kunnen worden behaald. Beleggers moeten daarom meedenken over de energie zekerheid: investeren in zonne- en windparken naast een datacenter, energieopslag op eigen terrein en het uitonderhandelen van flexibele contracten. Zulke investeringen zijn geen luxe, maar pure noodzaak.

Lokale politiek en internationaal kapitaal

Het stroomnet is niet de enige hindernis. Datacentra liggen in veel landen politiek gevoelig, zeker als het gaat om hyperscales. In Nederland zijn plannen stilgelegd of bestemmingsplannen aangescherpt door strengere ruimtelijke ordeningsregels en capaciteitsplafonds. In het buitengebied verzetten bewoners zich tegen de aantasting van het landschap, het enorme waterverbruik of de gedachte dat buitenlandse techreuzen beslag zouden leggen op grote hoeveelheden grond en hulpbronnen. De bezwaren zijn te begrijpen en verdienen onze serieuze aandacht.

Daarmee wordt duidelijk dat digitale infrastructuur niet langer onzichtbaar is, maar deel uitmaakt van het publieke domein. Wie hoopt op een vergunning, moet kunnen aantonen dat projecten waarde toevoegen aan de lokale economie: het terugleveren van restwarmte, het scheppen van banen of het leveren van groene energie. Het inleggen van kapitaal alleen volstaat niet meer: betrokkenheid bij de omgeving, duurzaam ontwerp en kennis van de regels zijn onmisbaar.

Waar liggen de kansen?

Spanje ontwikkelt zich snel tot hotspot. Het land beschikt over veel grond, zonuren en zeekabels. Vanuit Madrid, Barcelona en Málaga kan dataverkeer doorstromen naar Zuid-Europa, Latijns-Amerika en Afrika. Nieuwe internationale kabelverbindingen, zoals die tussen Napels en Barcelona of Marseille en Algiers, maken van Spanje een belangrijk knooppunt. Beleggers moeten er wel rekening houden

met strenge eisen rond energie zekerheid en back up-voorzieningen.

Nederland blijft interessant vanwege de uitstekende digitale verbindingen en de aanwezige expertise. Groei wordt hier echter afgeremd door netcongestie en ruimtelijke beperkingen. Uitbreiding of modernisering van bestaande datacenters levert vaak sneller rendement op dan nieuwbouw. In zowel Spanje als Nederland is regelgeving volop in beweging, waardoor vroegtijdig in overleg treden met de overheid en andere betrokkenen van essentieel belang is.

Tegelijkertijd stomen Italië, Portugal en de Nordics op. Groene energie, financiële prikkels en lagere grondprijzen trekken zowel exploitanten als beleggers. In de Nordics komt daar nog bij dat waterkracht en windenergie volop beschikbaar zijn en het koele klimaat de kosten voor koeling drukt. Europa heeft weliswaar geen Silicon Valley, maar biedt langetermijnbeleggers iets waardevollers: uiteenlopende markten met specifieke kansen en beleidsmaatregelen die steeds beter op elkaar zijn afgestemd.

De race naar de top

De race naar de datacentertop is losgebarsten. In de VS staat de stroomvoorziening onder enorme druk door het energieverbruik van datacenters die rekenkracht leveren voor AI en cryptoplatforms. Europa volgt op afstand, maar heeft het vermogen voor te sorteren op digitale ontwikkelingen. Als het de stroomvoorziening weet uit te breiden, de verlening van vergunningen op peil houdt en publiek-private samenwerking bevordert, kan Europa uitgroeien tot een van de belangrijkste regio's ter wereld voor beleggingen in digitale infrastructuur.

De datacentermarkt rust op stevige beleggingspijlers: schaarste en beleidsmakers die zich steeds meer scharen achter de noodzaak van extra capaciteit. Maar kapitaal alleen is niet genoeg. Beleggingssucces vraagt om een vooruitziende blik, flexibiliteit en de bereidheid om zich te plooiën naar een Europees politiek en maatschappelijk klimaat dat sterk in beweging is.

Datacentra worden allang niet meer beschouwd als ziellose blokkendozen vol eindeloze rekken servers met knipperende lampjes. Ze zijn de hoeksteen van de nieuwe digitale economie. Geen toekomstmuziek, maar Europese werkelijkheid. ■



Arjen Jonk

Hoofd Nederland en België,
DWS

IN HET KORT

AI en clouddiensten maken van datacentra het hart van Europa's digitale economie.

EU en lidstaten versnellen beleid, financiering en vernieuwing van infrastructuur.

Nieuwe regels vergroten transparantie over energie, waterverbruik en hergebruik van restwarmte.

Netcongestie is het grootste risico; toegang tot stroom bepaalt locatie en rendement.

Lokale acceptatie vereist aantoonbare meerwaarde: restwarmte, banen, groene energie en participatie.

Er liggen kansen in Spanje, Nederland, Italië, Portugal en de Nordics.

Succes vraagt om partnerschappen, flexibiliteit en overleg met overheden.

Vastgoed in transitie, een nieuwe Europese werkelijkheid

De Europese vastgoedmarkt bevindt zich in een periode van structurele verandering. Demografische verschuivingen, geopolitieke onrust en de steeds scherpere focus op duurzaamheid dwingen beleggers om hun strategieën te herzien. Gert-Jan Kapiteyn en Dominique Schillings van Aberdeen Investments zien deze trends – zeker na de correctie van de afgelopen twee jaar – juist als een instapmoment.

Door Harry Geels

Welke trends bepalen momenteel de Europese vastgoedmarkt?

Gert-Jan Kapiteyn: ‘We zien drie structurele factoren die het speelveld bepalen: macro-economie, demografie en duurzaamheid. Op macro-economisch vlak was er de afgelopen jaren veel onzekerheid door Amerikaanse handels-tarieven en geopolitieke spanningen. Bedrijven stelden investeringen uit, maar de recente overeenkomst tussen de VS en de EU heeft de kou enigszins uit de lucht gehaald. Daarnaast verwachten we dat grootschalige stimuleringspakketten, zoals het Duitse investeringsplan van 500 miljard euro, de Europese economie in 2026 weer vaart geven. En op de geldmarkt heeft de rente een dalend pad ingezet. Demografisch zijn de trends overduidelijk: urbanisatie, dubbele vergrijzing en kleinere huishoudens leiden tot een groeiende vraag naar woningen in alle segmenten, van studenten en starters tot senioren. In 2050 is meer dan 30% van de Europese

bevolking ouder dan 65 jaar, tegenover circa 21% nu. In Nederland zal het aantal 80-plussers de komende 25 jaar verdubbelen en het aantal 90-plussers zelfs verviervoudigen. Nieuwbouw voor senioren kan de woningmarkt het meest ontlasten, omdat dit de doorstroming stimuleert.’

Dominique Schillings: ‘Diezelfde vergrijzing zet de arbeidsmarkt onder druk, met als gevolg dat de bouwsector moeite heeft om voldoende gekwalificeerd personeel te vinden. Dit beperkt niet alleen het woningaanbod, maar remt ook commerciële nieuwbouw. Tegelijkertijd zien we dat de zorg kampt met personeels-tekorten, waardoor technologische oplossingen steeds belangrijker worden. Wat betreft kantoren is hybride werken de nieuwe standaard. De vraag concentreert zich op centrale, goed bereikbare locaties in grote steden, met voorzieningen als winkels, restaurants en sportfaciliteiten. In dat segment zien we zelfs huurprijsstijgingen. Traditionele winkelpanden daarentegen hebben de afgelopen twintig jaar veel waarde verloren door de opkomst van e-commerce, al stabiliseert dit nu. Dagelijks winkelvastgoed – zoals buurtcentra en retailcentra – blijft aantrekkelijk door stabiele cashflows en relatief hoge aanvangsrendementen. En logistiek vastgoed is misschien wel de grootste winnaar: de vraag naar opslag, overslag en distributie neemt structureel toe, gedreven door online handel, schaalvergroting en internationalisering.’

Kapiteyn: ‘En tot slot duurzaamheid. Wat vroeger een ‘nice-to-have’ was, is nu een absolute ‘must’. Beleggers en huurders vragen om duurzame gebouwen, of om panden die economisch rendabel verduurzaamd kunnen worden. Regulering rond energie-efficiëntie en CO₂-reductie wordt steeds strenger. Ook is de markt transparanter geworden, met steeds meer standaardisering met betrekking tot energielabels, certificeringen (bijvoorbeeld BREEAM) en benchmarks (bijvoorbeeld GRESB).’

Zijn deze macro-economische ontwikkelingen een kans of een risico voor beleggers?

Schillings: ‘Een risico én een kans. Handelstarieven en geopolitieke spanningen kunnen de wereldeconomie afremmen, maar ze zetten ook een proces in gang waarbij Europa zijn economische, politieke en militaire zelfstandigheid wil versterken. Duitsland heeft, zoals gezegd, een

‘Wie de structurele drijvers begrijpt en gedisciplineerd spreidt, kan ook in een veranderend Europa stabiele rendementen realiseren.’

Aberdeen is een internationale vermogensbeheerder met wereldwijd meer dan € 604 miljard aan beheerd vermogen, waaronder meer dan € 46 miljard aan beleggingen in real assets per 30 juni 2025. Meer dan € 1,1 miljard daarvan heeft betrekking op Nederlands vastgoed per 30 juni 2025. Aberdeen beheert ook een grootschalig Europees vastgoedfonds voor professionele beleggers, met een brede spreiding over landen en sectoren. De strategie en de fondsvoorwaarden zijn onlangs verbeterd en de naam is gewijzigd in *abrdn Core Europe Real Estate Fund (aCE)*. De beleggingsstrategie is verfijnd om meer ruimte te bieden aan beleggingen in residentieel vastgoed, waaronder woningen voor senioren en studenten.

investeringsprogramma van 500 miljard euro aangekondigd en we verwachten meer initiatieven op het gebied van defensie, digitale veiligheid, energie, voeding en landbouw. Dit creëert kansen, vooral voor industrieel en logistiek vastgoed. Het is verder interessant dat de vastgoedmarkt in de meeste EU-landen de afgelopen twee jaar flink is gecorrigeerd, variërend van 5% tot 25%, en dat we nu weer de weg omhoog hebben gevonden. In Nederland werd de bodem eind 2024 aangetikt. De meeste landen zitten nog duidelijk onder de laatste top.

Kapiteyn: 'We hanteren een dashboard met 'performance signals', bestaande uit drie macro-economische en vijf vastgoedmarkt-indicatoren. Bij macro gaat het om de economische omgeving, het monetair beleid en de yieldmarge in verhouding tot obligaties. De economische en monetaire indicatoren staan positief. De spread met obligaties is neutraal en compenseert het risico. Vier van de vijf vastgoedmarkt-indicatoren staan ook positief: aanbod van kwaliteit, transactieactiviteit, kapitaalstromen en een zogeheten '360° view'. Alleen de financieringsmogelijkheden staan nog op neutraal. Margins zijn gedaald, al is verdere verlaging niet meer waarschijnlijk. De 'swap rates' zijn nog altijd volatiel, al lijken ze gelukkig wel te hebben gepiekt. Al met al een positief totaalplaatje. Daarom durven we ook een verwacht jaarlijks rendement voor de komende drie jaar van 9,2% af te geven.'

Hoe vertaalt de demografische ontwikkeling zich naar jullie portefeuille?

Kapiteyn: 'De kansen in woningvastgoed zijn enorm. De vraag is breed – van huurwoningen tot senioren- en studenten-huisvesting – terwijl het aanbod afneemt.

Dat creëert een markt met stabiele en stijgende cashflows en weinig leegstand. Wij investeren daarom steeds meer in dit segment, vooral in Duitsland, Frankrijk en Spanje.'

Schillings: 'Nederland is helaas een uitzondering. Hier worden nieuwbouw-investeringen geremd door een cocktail van factoren: personeelstekorten, gestegen bouw- en loonkosten, stikstof, langdurige juridische procedures, een gebrek aan locaties, toenemende huurprijnsregulering en fiscale lasten zoals hogere overdrachtsbelasting, het verdwijnen van de fbi-status en een hoge box 3-heffing. In andere Europese landen speelt dit veel minder.'

Hoe groot is de rol van duurzaamheid in jullie strategie?

Kapiteyn: 'Die rol is cruciaal. Huurders willen in energiezuinige, 'Paris proof'-gebouwen zitten en beleggers eisen dat ook. Voor nieuwbouw is dat vaak standaard, maar er liggen ook kansen in het verduurzamen van bestaande objecten, mits de investering terug te verdienen is, bijvoorbeeld via verlenging van langere huurcontracten, hogere huren of een beter aanvangsrendement. Het risico zit in panden die niet rendabel te verduurzamen zijn, bijvoorbeeld door een slechte locatie of fysieke beperkingen, zoals te lage plafonds of diepe vloeren. Dan resteert vaak alleen sloop of herbestemming, met een reëel risico op waardedaling.'

Wat zijn jullie concrete ESG-doelstellingen?

Schillings: 'Aberdeen wil in 2030 de CO₂-uitstoot per vierkante meter van alle beheerde gebouwen met 50% reduceren en in 2050 volledig CRREM-aligned zijn. We hanteren daarbij strikte criteria: minimaal BREEAM Very Good, CRREM-aligned, energielabel B of beter, geen fossiele opslag, geen bodemvervuiling en een duidelijke route richting fossielvrije energievoorziening. Ik durf te stellen dat we met de realisatie van onze doelstellingen een sterke positie innemen in Europa. Wij positioneren ons graag als een belangrijke speler in de duurzame vastgoedtransitie.'

Wat zijn voorbeelden van geslaagde ESG-projecten?

Kapiteyn: 'Nederland loopt voorop: nieuwbouw is hier gasloos en vaak voorzien van zonnepanelen, warmtepompen en slimme energiesturing. Maar ook in andere landen maken we grote stappen. Zo >



Gert-Jan Kapiteyn

Fund Manager,
Aberdeen Investments



Dominique Schillings

Co Head Transactions & Head of
Asset Management,
Aberdeen Investments

hebben we in Parijs gasgestookte installaties vervangen door elektrische warmtepompen, met als tegenprestatie dat huurders hun tussentijdse opzegmogelijkheid lieten vallen. In Eindhoven beheren we een logistiek magazijn van 45.000 m², waarbij de kantoorruimte wordt verwarmd met restwarmte uit de koelinstallaties: een mooi voorbeeld van efficiënt energiegebruik.

Wat bepaalt de prestaties van de residentiële markt?

Schillings: 'Locatie is alles: grote steden met een dynamische economie, goede bereikbaarheid en rijke voorzieningen scoren het best. Daarnaast kijken we naar de product-marktcombinatie: van indeling en buitenruimte tot architectuur en parkeermogelijkheden. Commercieel vastgoed vraagt zo'n 100 basispunten meer vanwege het hogere risicoprofiel en parkeermogelijkheden. Tot slot is het herontwikkelingspotentieel van de asset voor ons belangrijk, niet in de laatste plaats vanwege ons duurzaamheidsbeleid.'

Hoe ziet jullie investeringsstrategie eruit?

Kapiteyn: 'Wij combineren een top-down en bottom-up aanpak. Top-down bepalen we samen met onze research teams waar in Europa de beste rendementen liggen: per land, stad en sector. Daarbij kijken we naar huidige waarderingen, huurgroei en kapitalisatiefactoren. Bottom-up selecteren we de individuele assets. Ons onderscheid zit in onze onafhankelijkheid, lokale teams en lange ervaring met directe, indirecte en debt-investeringen in vastgoed. We zijn niet gelieerd aan verzekeraars of makelaarsorganisaties en werken uitsluitend in het belang van onze externe cliënten.'

Waarom is geografische spreiding zo belangrijk?

Schillings: 'Omdat landen economisch in verschillende fasen verkeren. Spreiding verkleint het risico en stabiliseert rendementen. Bovendien kunnen we door gericht over- en onderwegen extra rendement genereren. Maar top-down is niet allesbepalend. Actief asset management en slimme 'stock picking' zijn minstens zo belangrijk. Voor beleggers die zelf geen internationale strategie kunnen opzetten, is deelname in een open-end Europees vastgoedfonds vaak een goede oplossing.'

Wat is het voordeel van spreiding over sectoren?

Kapiteyn: 'Spreiding over residentieel,

'Handelstarieven en geopolitieke spanningen zetten een proces in gang waarbij Europa zijn economische, politieke en militaire zelfstandigheid wil versterken.'

commercieel en logistiek is nóg belangrijker dan geografische spreiding. Sectoren worden gedreven door totaal verschillende factoren: woningen door demografie, kantoren door economische structuur en werkmodellen, logistiek door handelsstromen en e-commerce. Door te combineren, verlaag je het risico en benut je unieke kansen per land en sector.'

Hoe waarborgen jullie liquiditeit in een privaat open-end vastgoedfonds?

Kapiteyn: 'Allereerst door verwachtingen goed te managen, duidelijke regels vast te leggen over toe- en uittreding, en te beleggen in courante en liquide objecten. Daarnaast richten we ons op professionele beleggers met een lange horizon, beperken we leverage en houden we een minimale liquiditeitsbuffer aan. Belangrijk is ook een secundaire markt voor aandelentransacties. Vaak is het efficiënter om aandelen te (ver)kopen dan een uittreding via de redemption route, mits de prijsvorming in lijn blijft met de intrinsieke waarde. De Europese vastgoedmarkt staat voor structurele keuzes. Urbanisatie en vergrijzing zorgen voor een blijvende vraag naar woningen, e-commerce en handel stuwten logistiek, en duurzaamheid is de rode draad die alles verbindt. Voor ons ligt de sleutel in spreiding, actief management en het benutten van structurele trends, zonder ons te laten leiden door kortetermijnvolatiliteit. Vastgoed is in essentie een langetermijnspel met strategie, management en financiering als belangrijke pijlers. Wie de structurele drijvers begrijpt en gedisciplineerd spreidt, kan ook in een veranderend Europa stabiele rendementen realiseren. Dat heeft de geschiedenis bewezen en de toekomst ziet er, gezien de besproken drie trends, ook weer positief uit.' ■

Important Information

Investment involves risk. The value of investments, and the income from them, can go down as well as up and an investor may get back less than the amount invested. Past performance is not a guide to future results. Netherlands: abrdn Investment Management Limited registered in Scotland (SC123321) at 1 George Street, Edinburgh EH2 2LL. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the UK

IN HET KORT

Drie structurele factoren bepalen het speelveld voor Europese vastgoedbeleggingen: macro-economie, demografie en duurzaamheid.

Onzekerheid over handelstarieven en geopolitieke spanningen hebben Europa aangezet tot het versterken van zijn economische, politieke en militaire zelfstandigheid.

Urbanisatie, dubbele vergrijzing en kleinere huishoudens leiden tot een groeiende vraag naar woningen in alle segmenten, van studenten en starters tot senioren.

Beleggers en huurders vragen om duurzame gebouwen, of om panden die economisch rendabel verduurzaamd kunnen worden.

Door te spreiden over residentieel, commercieel en logistiek worden risico's verlaagd en unieke kansen per land en sector benut.

Van tegenpolen naar bondgenoten

In verkiezingsprogramma's buitelen de uitersten over elkaar heen: van felle tegenstellingen over de hypotheekrenteaftrek tot fundamentele verschillen over wie het voortouw moet nemen in de middenhuur. Maar uitersten lossen het probleem niet op. De woningmarkt vraagt om balans.

Het is positief dat de woningmarkt in verkiezingstijd hoog op de agenda staat. Maar veel van de voorgestelde oplossingen gaan voorbij aan de complexiteit van de opgave waar we voor staan. Al jaren waarschuwen internationale gremia zoals de Europese Commissie en het IMF voor de dominantie van de hypotheekrenteaftrek. Toch is daar tot nu toe omheen gelopen. En wie corporaties de volledige sleutel wil geven voor de middenhuur, miskent dat er ook grote private investeringen nodig zijn om gebiedsontwikkelingen en middenhuur écht van de grond te krijgen. Beide uitersten missen de kern: de woningmarkt vraagt om gezamenlijke daadkracht van overheid én markt. De kunst is niet te kiezen voor uitersten, maar te kiezen voor balans.

Uitersten raken de kern niet

Het is verleidelijk om te grijpen naar uitersten. Zo wordt Wenen vaak opgevoerd als lichtend voorbeeld. Maar ook dat systeem is verre van feilloos: het lijkt sociaal, maar creëert ongelijkheid tussen wie er al in zit en wie er nog bij wil komen. Daarnaast speelt kwaliteitsverlies, omdat streng gereguleerde huren investeringen in onderhoud en vernieuwing afremmen.

Ook de discussie over de hypotheekrenteaftrek laat goed zien hoe uitersten voorbijgaan aan de realiteit. Waar sommigen pleiten voor direct een volledige herziening en anderen juist voor onaantastbaarheid, zijn beide niet realistisch. Net als bij eerdere hervormingen ligt een geleidelijke aanpassing veel meer voor de hand dan rigoureuze stappen die plotseling miljoenen huiseigenaren in de problemen kunnen brengen. Hetzelfde

geldt voor de gedachte dat corporaties het exclusieve antwoord zijn op de woningmarkt. Ook dat is niet reëel, al was het alleen al vanwege de grote financiële consequenties die deze keuze heeft.

Ja, uitersten klinken aantrekkelijk in verkiezingstijd, maar ze gaan wel voorbij aan de werkelijkheid. De woningmarkt vraagt niet om kopiëren of simplificeren, maar om balans.

Op naar bondgenootschap

Als uitersten het antwoord niet zijn, waar ligt dan wel de oplossing? Niet in polarisatie, maar in samenwerking. Samenwerking op basis van het gedeelde vertrouwen dat overheid, corporaties en marktpartijen de doelen samen moeten én kunnen oppakken. De Nationale Woontop liet zien dat overheid, corporaties en marktpartijen afspraken kunnen maken en ambities kunnen delen. Zulke momenten bewijzen dat een gedeeld kompas zeker mogelijk is.

Voor echte vooruitgang moeten overheid en markt elkaar dus zien als bondgenoten, niet als tegenpolen. Alleen in die rolverdeling kan er gebouwd worden aan de langjarige investeringen en de stabiele huurmarkt die Nederland nodig heeft. En dat gaat verder dan stenen stapelen: het vraagt om wederzijds respect voor mogelijkheden en onmogelijkheden, continuïteit en het besef dat we elkaar aanvullen in plaats van vervangen.

Van woorden naar daden

Overheid, corporaties en marktpartijen hebben ieder hun eigen rol, middelen en verantwoordelijkheden, maar alleen samen kunnen zij de woningmarkt weer in beweging brengen. Dat vraagt om behouden wat werkt, verbeteren wat nodig is, en – bovenal – stabiliteit.

Juist nu, met een formatie voor de deur, is dat besef cruciaal. Want uitersten leveren zelden werkbare oplossingen op, niet in beleid en niet in politiek. Alleen in balans ligt de route naar duurzame vooruitgang. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Meer dan stenen: science parks als belegbare ecosystemen

Science parks dragen bij aan maatschappelijke doelen zoals kennisontwikkeling en regionale versterking. Voor beleggers vormt de vastgoed-dynamiek op science parks bovendien een kans om te investeren in een veerkrachtige deelmarkt.

Door Nick ten Haaf, Robin Brett van Steen en Benny Ng

Science parks (SP's) zijn geografisch duidelijk afgebakende locaties waar technologische bedrijven, onderzoeksinstituten en vaak ook universiteiten zich concentreren. Ze winnen terrein onder institutionele beleggers vanwege hun unieke positie binnen het bredere vastgoedlandschap. Daarbij combineren ze een strategische ligging, nauwe banden met kennisinstellingen en een dynamische mix van jonge en volwassen bedrijven met een technologisch karakter. In plaats van te vertrouwen op louter stabiele huurders, ligt de kracht van SP's in hun vermogen om innovatieve bedrijvigheid te doen ontstaan, aan te trekken én te faciliteren. Verhuisdata tonen waar ecosystemen veerkrachtig zijn, waar bedrijven doorgroeien en waar het vastgoed meebeweegt met de ruimte-vraag. Juist deze combinatie van dynamiek en veranke-

ring maakt SP's relevant voor portefeuilles met een langetermijnvisie.

Onderzoek naar verhuisbewegingen binnen science parks levert waardevolle inzichten

Verhuisbewegingen binnen SP's bieden institutionele beleggers waardevolle inzichten in de onderliggende kracht van innovatieve ecosystemen. Deze mobiliteit zegt iets over groeipotentieel, vestigingsloyaliteit én het vermogen van SP's om bedrijven vast te houden of door te laten groeien. Onze analyse beslaat 37 volwaardige SP-locaties in Nederland, waarbij 6.953 bedrijven tussen 2014 en 2024 zijn gevolgd via KvK-postcode-data. In totaal verhuisde 36% van de bedrijven minstens eenmaal. De populatie bestaat uit 39% start-ups, 21% scale-ups en 40% mature bedrijven.

Risicospreiding door optimale huurdersmix

Mobiliteitspatronen: Van alle bedrijven verhuisde 36%. Start-ups tonen de hoogste mobiliteit (47%), gevolgd door scale-ups (33%) en mature bedrijven (27%). Op universitaire SP's ligt het mobiliteitspercentage iets hoger (38%) dan op corporate SP's (33%).

Verschillen per SP-type:

Op universitaire SP's verhuizen bedrijven vaker binnen de campus (35%) dan op corporate SP's (33%). Ook verhuizen bedrijven op universitaire SP's relatief vaker naar andere SP's. Corporate SP's tonen juist meer triggers voor verzelfstandiging en overname (12% versus 3%). Dit onderstreept de rol van het type ankerinstelling in het sturen van ecosysteemgedrag.

Bedrijfscontinuïteit en verhuisgedrag per groeifase:

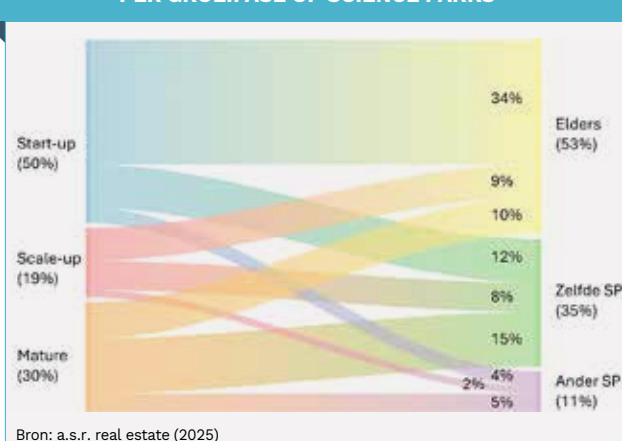
De kans op opheffing varieert duidelijk per bedrijfsfase. Start-ups hebben het hoogste opheffingspercentage (29%), gevolgd door scale-ups (19%) en mature (15%). Tegelijkertijd zijn mature bedrijven het minst mobiel: 72% verhuisde niet gedurende de onderzoeksperiode. Dit

wijst op sterke lokale binding, maar dit resulteert niet automatisch in een hogere overlevingskans. Scale-ups combineren juist relatief lage opheffingspercentages met gematigde mobiliteit. Voor beleggers benadrukt dit het belang van huurderssamenstelling: groeifase bepaalt niet alleen risico, maar ook het vestigings- en verhuisgedrag van huurders.

Verhuisrichting en retentie per groeifase:

Een verdere uitsplitsing biedt meer inzicht in de verhuisbewegingen van verschillende bedrijfstypen. Kijkend naar de 50% grootste SP's blijkt dat naarmate bedrijven verder gevorderd zijn in hun ontwikkelingsfase, de kans groter wordt dat zij binnen het SP blijven. Start-ups verhuizen in 25% van de gevallen binnen hetzelfde SP, bij scale-ups stijgt dit naar 41%, en bij mature bedrijven tot 50%. Ook de verplaatsingen naar andere SP's nemen toe met de groeifase: van 9% bij start-ups tot 12% bij scale-ups en 16% bij mature bedrijven. Het totale aantal verhuisbewegingen bestaat voor 50% uit start-ups, 19% scale-ups en 30% mature bedrijven (zie Figuur 1).

FIGUUR 1: VERHUISRICHTING EN RETENTIE PER GROEIFASE OP SCIENCE PARKS



‘De combinatie van mobiliteit, retentie en ecosysteem-gedreven groei positioneert SP’s als een opzichzelfstaande asset class, met eigen dynamiek en een ander risicoprofiel.’

Deze trend wijst op een toenemende verbondenheid met het bredere ecosysteem naarmate bedrijven volwassen worden. Waar jonge bedrijven vaker uitstromen of stoppen, blijkt dat groeiende ondernemingen bewust binnen het SP blijven bewegen. Dit kan duiden op lokale verankering, het zoeken naar meer gespecialiseerde voorzieningen, opschaling of strategische nabijheid tot andere kennispartijen.

Science parks: het samenspel tussen dynamiek en binding biedt toekomstbestendige waarde

Verhuisdata zijn meer dan operationele signalen – ze fungeren als indicatoren voor de gezondheid en veerkracht van SP-ecosystemen. Voor beleggers is het relevant om te begrijpen waar dynamiek bij groei hoort en waar retentie juist waarde creëert. Dat vraagt om een huisvestingsaanpak die meebeweegt met de levensfase van bedrijven: van flexibele laboratoria en kortlopende contracten voor start-ups tot langdurige overeenkomsten voor volwassen Research & Development organisaties.

SP’s onderscheiden zich doordat ze enerzijds ruimte bieden aan stabiele, kapitaal-krachtige huurders – zoals

onderzoeksinstituten als gevestigde Research & Development bedrijven – en anderzijds groeipotentieel huisvesten in de vorm van jonge innovatieve bedrijven. De combinatie van mobiliteit, retentie en ecosysteem-gedreven groei positioneert SP’s als een opzichzelfstaande asset class, met een eigen dynamiek en een ander risicoprofiel, en maakt ze aantrekkelijk voor beleggers die binnen real assets zoeken naar spreiding, toekomstgerichtheid en een zekere mate van inflatiebescherming.

De maatschappelijke component – via sectoren als life sciences, medische technologie, duurzame voedselvoorziening en high-tech systems – versterkt het strategische profiel van deze categorie. Zonder te pretenderen dat elk SP automatisch maatschappelijke impact levert, kunnen goed beheerde parken bijdragen aan bredere portefeuilledoelen op het snijvlak van rendement, innovatie en impact.

Conclusie

Science parks zijn geen klassiek vastgoedproduct. Ze liggen op het snijvlak van innovatie, bedrijvigheid en talent. De verhuisanalyse bevestigt dat deze ecosystemen goed

functioneren: doorstroming, scale-ups groeien door, en volwassen bedrijven blijven ingebed. SP’s combineren dus vitaliteit met stabiliteit – een zeldzame combinatie in het vastgoedlandschap. SP’s zijn nauw verbonden met technologische en maatschappelijke trends, zoals digitalisering, medische technologie, duurzame chemie, klimaatadaptatie, defensie, veiligheid en voedselzekerheid. Hierdoor gedraagt vastgoed op SP’s zich anders dan de traditionele kantorensector die sterker conjunctuurvolgend is.

Beleggers die SP’s opnemen in hun allocatie, positioneren zich voor de lange termijn: met stabiele huurinkomsten, diversificatie, exposure naar innovatie, en een structurele bijdrage aan de kenniseconomie. Hoewel die impact niet altijd direct in cijfers te vatten is, maakt het SP’s tot een relevante bouwsteen in portefeuilles die sturen op zowel rendement als impact. Daarmee kunnen ze een waardevolle rol spelen in de asset allocatie van instellingen die toekomstgericht willen investeren. Verdieping in deze beleggingscategorie kan lonen voor wie zoekt naar investeringen met inhoudelijke relevantie én portefeuillekracht op de lange termijn. ■

Disclaimer

Dit is een publicitaire mededeling bestemd voor professionele beleggers. Beleggen brengt risico's met zich mee. U kunt uw geld verliezen. Behaalde resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Bij het maken van beleggingsbeslissingen moet rekening worden gehouden met alle kenmerken en doelstellingen van het beleggingsproduct, zoals beschreven in het prospectus van het beleggingsproduct. ASR Real Estate B.V. is een beheerder van beleggingsfondsen en is opgenomen in het AFM-register. Meer informatie over de diensten van a.s.r. real estate en aanvullende informatie over duurzaamheidsaspecten vindt u hier: www.asrrealestate.nl. Dit bericht is zo zorgvuldig mogelijk samengesteld. Desondanks is het mogelijk dat informatie in dit bericht niet volledig of niet volledig juist is. Aansprakelijkheid als gevolg van deze publicitaire mededeling wordt niet aanvaard.



Nick ten Haaf

Researcher, a.s.r. real estate



Robin Brett van Steen

Researcher, a.s.r. real estate



Benny Ng

Fund Manager
ASR Dutch Science Park Fund,
a.s.r. real estate

IN HET KORT

Science parks als asset class bieden een unieke combinatie van dynamiek en stabiliteit binnen een vastgoedallocatie.

Bedrijvendynamiek varieert per groeifase en vereist een passend vastgoedaanbod.

Science parks zijn essentieel voor wie duurzame, betekenisvolle investeringen zoekt in innovatie en daarmee een bijdrage wil leveren aan de kenniseconomie.

Europe's real estate finds its footing

The end of ultra-low interest rates has exposed vulnerabilities in global property markets while also revealing resilience and opportunity. In Europe, this has led to a selective recovery.

By Sebastiano Ferrante

Warren Buffett once remarked that it's only when the tide goes out that you see who's been swimming naked. Over the past three years, the receding tide of ultra-low interest rates and abundant liquidity has exposed vulnerabilities across global property markets. But it has also revealed resilience and opportunity. In Europe, this translates into a recovery that is selective, strategic, and increasingly supported by global capital.

A shift in the current: capital reallocates to Europe

While the US remains a cornerstone of global real estate portfolios, recent volatility in interest rates, fiscal uncertainty, and shifting geopolitical dynamics have prompted investors to reassess their allocations.



This recalibration is not just theoretical. German investors, traditionally global in their reach, are taking a fresh look at their home markets. Canadian institutions, long active in the US, are now exploring European strategies with renewed interest. Middle Eastern capital, once focused on Asia and North America, is reopening the European chapter. These reallocations take time – investment plans must be revised, committees reconvened – but the direction of travel is clear.

Low tide, high contrast: a recovery of contrasts

Unlike the post-GFC rebound, this recovery will not be driven by cap rate compression. Instead, it will be defined by income growth and asset-level performance. The tide has gone out, and not all assets are basking in the sun.

Prime office buildings in global 24-hour cities – London's West End, central Paris, Munich's Altstadttring – are seeing rising rents and strong tenant demand. These are the assets where location, ESG credentials, and

modern specifications command a premium.

In contrast, secondary offices in peripheral locations face structural headwinds. In Germany alone, we estimate that up to 30% of office stock could become functionally obsolete over the next 15 years.

Rather than avoid these assets, there is opportunity in transformation. In Germany, we are converting stranded office buildings into micro-living and student housing in walkable, high-demand urban areas like Berlin and Frankfurt. These are not speculative conversions, they are grounded in long term structural demographic trends and good quality, urban infrastructure.

Retail and logistics: mispriced and misunderstood

In other areas, the tide perhaps retreated a little too far. Retail, long out of favor, is quietly reasserting itself. While high-street retail remains challenged, needs-based formats – particularly grocery-anchored retail parks in

'We are seeing a growing need for transitional financing, senior development loans, and recapitalizations.'

‘The European real estate market is not in a period of rapid growth. It is in a selective, asset-led recovery.’

Spain, Germany, and Italy – offer compelling entry yields of 6.5% or more¹. The strength of sentiment against retail in recent years has meant that assets like these have been mispriced and under-allocated for a sustained period of time, despite their resilience and relevance.

In logistics, enthusiasm in recent years has been strongest around big-box assets. But these are now experiencing slower rental growth and there are areas of oversupply, whereas there's still plenty of opportunity in last mile logistics. In Paris, we are actively developing vertical logistics hubs to meet the demands of e-commerce and urban food distribution. These assets are essential infrastructure for modern cities and they are priced accordingly.

Living strategies: the new core

Residential remains a complex but critical part of the European real estate landscape. Regulatory uncertainty and affordability constraints make large parts of the market difficult to underwrite, but there are still interesting opportunities. Senior living in the UK, micro-living and co-living in major German cities, and student housing in Spain are all seeing renewed

investor interest. These operational living sectors offer stable income and lower volatility, making them attractive even in a high-rate environment.

Hospitality, particularly in Southern Europe but also in cities like Berlin, is also enjoying a renaissance. RevPAR (Revenue per available room) growth is being driven by tourism and constrained supply and we are actively investing in leased hotel assets that are expected to offer strong risk-adjusted returns.

Digital infrastructure: data centers and the AI imperative

Artificial intelligence is no longer a future trend, it's a present-day force shaping how we live, work, and interact. From logistics to healthcare to finance, AI is embedded in the very core of our economies, and its infrastructure demands are growing exponentially.

Data centers are at the heart of this transformation. In cities like Frankfurt, Amsterdam, and London, demand for such facilities is surging but supply remains constrained. Power limitations, zoning hurdles, and land scarcity are creating a bottleneck that, for long-term investors, translates into strong value potential. Because these assets are not just digital warehouses.

They are the backbone of the AI era, offering long-term income and strategic relevance in a market where scarcity drives pricing power.

Debt: the quiet catalyst

One of the most underappreciated drivers of opportunity in this cycle is debt. As banks adjust to Basel III finalization and retreat from higher-risk lending, private credit is stepping in. We are seeing a growing need for transitional financing, senior development loans, and recapitalizations, particularly in markets like Germany and France, where traditional lenders remain cautious.

Deals made possible not through bank financing but through flexible private capital that can underwrite the operational upside and ESG repositioning are starting to feel like the new norm.

Conclusion: hearing the signal through the noise

The European real estate market is not in a period of rapid growth. It is in a selective, asset-led recovery. The tide has gone out, revealing both challenges and opportunities. For investors willing to do the work – on the ground, in the data, and with conviction – this is a moment to lean in.

In a world of macro-economic noise, Europe is sending a clear signal. And investors are starting to listen. ■



Sebastiano Ferrante

Head of European Real Estate,
PGIM

SUMMARY

Resilience and opportunity in European real estate are being defined by income growth and asset-level performance.

Investment opportunities include micro-living, co-living, retail, last mile logistics and digital infrastructure.

One of the most underappreciated drivers of opportunity in this cycle is debt.

For investors willing to do the work – on the ground, in the data, and with conviction – this is a moment to lean in.

A diversified offence in private credit as the best defence

Private credit is seen as a promising asset class. Its ‘multiple engines’ in particular present compelling opportunities, says Scott McClurg from HSBC Asset Management. Financial Investigator spoke with him about the opportunities that warrant detailed consideration, and about his idea of a ‘diversified offence’.

By our editorial team

What do you mean by ‘multiple engines’ within private credit?

‘Amid elevated uncertainty, investors are increasingly drawn to private credit as a resilient asset class that can deliver attractive risk-adjusted returns, diversification, and income stability. The global private credit market is projected to reach \$3 trillion by 2028, driven by lower interest rates, declining default risk and solid economic strength¹.

Investment opportunities vary across sub-asset classes and regions. Direct lending is the largest private credit sub-category and involves providing loans to predominantly private equity-backed companies. Direct lending offers higher yields than public credit markets (+200 to 300bps), driven by illiquidity premiums and customised terms. These returns are comparable to equity returns, with credit-like risk. Loans also feature floating rate

structures that adjust with benchmark rates, providing an important natural hedge when rates are elevated.

Infrastructure debt is another private credit strategy, involving financing of essential projects such as transportation, energy transition, and digitalisation. Our approach focuses on originating, structuring, and negotiating often bespoke bilateral transactions backed by infrastructure assets that benefit from long-term cashflow visibility and resilience across the business cycle. By focusing on lower-mid-market assets in developed countries, and working with well-regarded institutions, investors can benefit from opportunities that deliver annual returns of 8% to 10%+, with a favourable positioning in the capital structure.

Investors can also access different regional engines of growth. For example, in the UK, Europe, and North America, the focus is on renewable energy projects and digital infrastructure, driven respectively by the energy transition and the growth of AI. In Asia, growing demand for transportation, urban development, and logistics infrastructure is underpinning rapid economic growth and urbanisation.’

What other opportunities do you see in direct lending?

‘While news headlines are full of big-name private credit deals, we believe the most attractive opportunities are in the often-overlooked lower-mid-market space. These are growing companies with EBITDA of € 5 to 30 million that are often market leaders in niche sectors with loyal customer bases and proven cashflow resilience.

There has been a liquidity shortfall in the mid-market space as some banks continue to reduce their presence. This allows investors to step in and provide tailored financing solutions to companies.

Companies in this space are smaller and nimbler with simpler capital structures. They have largely domestic operations and customer bases, so are less affected by global factors, such as the US tariffs. Consequently, they tend to show greater resilience through economic cycles. Many small to medium-sized companies are also in sectors with thematic tailwinds, including healthcare, IT and software, and financial services.

‘Lower- and mid-market companies often present the most attractive opportunities, offering resilient cashflows, thematic tailwinds, and less competition among lenders.’

In a recent Mercer survey of 57 asset managers globally, 74% of respondents indicated the lower- or mid-market contained the most attractive private debt opportunities in terms of potential risk-adjusted returns².

Lower mid-market deals typically face less competition among lenders, meaning deals are usually more competitive on pricing than the upper market. The ability to negotiate robust leverage and interest-coverage covenants also results in better documentary controls.

Manager selection and selective credit due diligence are especially important in lower-mid-market lending. Transactions are often relationship-driven, which is where HSBC, our parent company and one of the world's largest banks, stands out, having access to proprietary deal flow sourced directly from longstanding client relationships. The close integration with our parent company provides us with early visibility into financing needs across private companies and infrastructure sponsors, as well as access to off-market transactions with attractive terms in key growth markets.³

How does a 'diversified offence' look for private credit in 2025 and beyond? How can correlation risk across the different private credit 'engines' be managed?

'Diversification is paramount for institutional investors when accessing private credit. Intra-asset class diversification balances the higher-risk, higher-reward profile of direct lending with the more defensive attributes of infrastructure debt.

Diversification across sectors and geographies can also mitigate correlation risk. We have launched direct lending strategies in the UK and Europe, with Asia and the US expansion in development, enabling clients to access different regional return drivers and sources of diversification. Incorporating assets with varying maturities and credit qualities can further enhance portfolio resilience and support consistent income generation.

Importantly, a private credit allocation can provide diversification within a wider portfolio of stocks and bonds due to low correlation to public markets. Direct lending exhibits lower mark-to-market

volatility as loans are typically held to maturity. It also offers downside protection through covenants, collateral, and close borrower relationships.

Regular stress testing and scenario analysis are vital tools in assessing potential correlation impacts. These analyses allow us to simulate adverse market conditions and evaluate how different assets might behave. Furthermore, we maintain a robust risk management framework, including continuous monitoring of asset correlations. By staying informed, we can swiftly adapt our approach to changing conditions.⁴

Where do you see interest for private credit?

'The surge in interest in private credit in recent years has been driven primarily by institutional investors seeking higher yields than public fixed income returns (around 200-400bps), driven by an illiquidity premium that long-term investors can harvest.

For pension funds, endowments and family offices, private credit's diversification benefits and resilience are also attractive. Private credit historical loss rates are lower than leveraged loans during crises such as the COVID pandemic⁵.

For insurers, certain private credit strategies, including investment-grade infrastructure debt and senior secured loans, can qualify for lower Solvency Capital Requirements arising from lower volatility and strong covenants. Furthermore, infrastructure debt and certain direct lending deals offer longer-term fixed or inflation-linked cash flows that provide good liability matching. Under the Solvency II Matching Adjustment mechanism, insurers can recognise part of the illiquidity premium in their discount rate, boosting return-on-capital ratios.

The rise of semi-liquid evergreen funds is further enhancing private credit's appeal among both institutional and non-institutional investors by offering (among other things) improved liquidity and continuous capital deployment.⁶ ■



Scott McClurg

Global Head of Private Credit,
HSBC Asset Management

SUMMARY

The most attractive opportunities in direct lending are in the often overlooked lower-mid-market space.

Companies in this space are smaller, have largely domestic operations and customer bases, and tend to show greater resilience through economic cycles.

Lower mid-market deals typically face less competition among lenders, and are often relationship-driven.

By combining direct lending with infrastructure debt, investors can achieve a more balanced risk-return profile within their private debt portfolios.

Diversification across sectors and geographies can mitigate correlation risk.

1 <https://www.moodys.com/web/en/us/insights/credit-risk/outlooks/private-credit-2025.html>
2 <https://www.mercer.com/insights/investments/alternative-investments/private-markets-in-motion/>
3 <https://www.morganstanley.com/ideas/private-credit-outlook-considerations#:~:text=Private%20credit%20may%20also%20offer,%25%20for%20high%20yield%20bonds>

Waarom markten – en ook AI – zich gedragen als mensen

Al ruim dertig jaar onderzoekt econoom Cars Hommes hoe markten écht werken: niet als rationele rekenmachines, maar als complexe systemen vol gedragsmatige patronen. Aan Financial Investigator vertelt hij hoe eenvoudige heuristieken en experimenteel onderzoek ons kunnen helpen de economie beter te begrijpen, en waarom centrale banken zich moeten losmaken van hun klassieke modellen.

Door Harry Geels

In de ESB-klassementen staat u in de hoogste regionen. Wat verklaart volgens u die notering?

‘Ik ben meer dan dertig jaar geleden begonnen met onderzoek naar complexe systemen en gedragseconomie, lang voordat het mainstream werd. Mijn groep aan de UvA, het Center for Nonlinear Dynamics in Economics and Finance (CeNDEF), is erin geslaagd om met promovendi en postdocs baanbrekende artikelen in toptijdschriften te publiceren. Een belangrijk kantelpunt was de publicatie van mijn overzichtsartikel in de Journal of Economic Literature in 2021. Dat heeft de positie van ons onderzoek internationaal versterkt. Het kernidee van onze paper is dat de economie uit heterogene, ‘boundedly-rational agents’ bestaat die eenvoudige heuristieken gebruiken om beslissingen te nemen en verwachtingen te vormen, omdat de omgeving te complex is om volledig te begrijpen. Een belangrijke bevinding is dat er bij strategische complementariteit – wanneer optimistische of pessimistische verwachtingen zichzelf versterken – vaak coördinatiefouten ontstaan, wat leidt tot instabiliteit, booms en busts, en (bijna) self-fulfilling prophecies. Ofwel, de dynamiek van de financiële markten en economie is vaak gedreven door trendvolgend gedrag. Modellen met heterogene verwachtingen en ‘agent-switching heuristics’ spiegelen de geobserveerde fluctuaties op micro- en macroniveau beter dan modellen op basis van een representatieve, rationele agent. Dit heeft belangrijke beleidsimplicaties: traditionele rationele modellen om wenselijk macrogedrag te bevorderen, kunnen falen.’

U doet naast empirisch onderzoek ook veel experimenteel onderzoek. Wat levert dat op?

‘Ik ben sterk beïnvloed door mijn samenwerking met de invloedrijke Amerikaanse econoom William Brock. Wij ontwikkelden modellen met heterogene verwachtingen: in

plaats van aan te nemen dat alle marktdeelnemers rationeel zijn, onderscheiden we twee groepen: fundamentalisten, die denken dat de markt naar het evenwicht convergeert, en trendvolgers, die patronen in de data extrapoleren. Het wisselen tussen deze twee groepen op basis van relatieve prestaties blijkt de markt dynamisch te beïnvloeden. Het leidt tot bubbels en crashes. Die inzichten hebben we inderdaad zowel theoretisch als experimenteel, in het CREED laboratorium aan de UvA, onderbouwd én empirisch getoetst, onder meer met data over huizenprijzen, financiële en macro-economische data. Laboratoriumonderzoek levert veel op. In het lab bootsen we bijvoorbeeld markten na en kijken we hoe mensen en algoritmen reageren op prijsveranderingen. Daarbij blijkt dat positieve feedback – typisch voor financiële markten – instabiliteit in de hand werkt. Dat zie je minder bij klassieke goederenmarkten, die veel stabiel zijn. Ook AI-systemen zoals ChatGPT vertonen in zulke experimenten gedrag dat sterk lijkt op dat van mensen. Voor zover markten überhaupt efficiënt waren, gezien de heuristieken en gedragsmatige biases, gaat AI ze niet efficiënter maken. Het tegendeel zou weleens het geval kunnen zijn.’

Dus AI gaat irrationaliteiten versterken?

‘Toevallig hebben we net een paper af waarin we onderzoeken wat er gebeurt als we menselijke proefpersonen (meestal studenten in ons experiment) vervangen door AI-agenten (ChatGPT). Het doel van deze experimenten is te onderzoeken hoe rationeel of irrationeel ChatGPT-agenten zijn in vergelijking met menselijke proefpersonen. Bij deze experimenten gaat het erom prijzen te voorspellen met respectievelijk positieve (trendbevestigende of trendvolgende) en negatieve (corrigerende of stabiliserende) feedback. Positieve feedback treedt op in financiële markten, omdat een hogere verwachting leidt tot meer vraag en

CV

Prof. Dr. Cars Hommes

Prof. Dr. Cars Hommes promoveerde aan de Rijksuniversiteit Groningen en is Hoogleraar Economische Dynamica aan de Universiteit van Amsterdam. Hij staat bekend om zijn werk op het snijvlak van gedrags-macroeconomie, complexe systemen en financiële markten en is de oprichter van het Center for Nonlinear Dynamics in Economics and Finance (CeNDEF) aan de UvA. Hij publiceerde meer dan 150 artikelen en was jarenlang redacteur van de Journal of Economic Dynamics and Control. Hij is de auteur van het boek Behavioral Rationality and Heterogeneous Expectations in Complex Economic Systems, Cambridge University Press, 2013.



dus tot hogere prijzen. Negatieve feedback treedt op bij consumptiegoederen, waar hogere verwachtingen tot meer productie en dus lagere prijzen leidt. In het lab leiden positieve en negatieve feedback tot een heel ander gedrag van de markt. Bij negatieve feedback blijft de markt stabiel en beweegt deze naar het rationele evenwicht. Bij positieve feedback convergeert de markt meestal niet, maar ontstaat er irrationeel trendvolgend gedrag dat leidt tot prijsfluctuaties rond het evenwicht. We vroegen ons af of het verschil tussen positieve en negatieve feedback ook optreedt bij AI-agenten. Dat blijkt inderdaad het geval: ChatGPT-agenten convergeren bij negatieve feedback naar het rationele evenwicht en bij positieve feedback treden irrationele zeepbellen op, net als bij menselijke proefpersonen. AI-agenten vertonen dus menselijke trekjes, rationeel of irrationeel, als het gaat om het voorspellen van prijzen of koersen. De huidige generatie AI-agenten lijkt dus niet veel van menselijke proefpersonen te verschillen.'

Heeft u nog andere verrassende lessen getrokken uit uw experimenten voor professionele beleggers?

'De meeste economische en financiële experimenten worden gedaan met studenten als proefpersonen. Er zijn maar weinig experimenten gedaan met financieel specialisten. Beroemd zijn de labexperimenten over bubbels van Nobelprijswinnaar Vernon Smith. In veel van deze experimentele financiële markten met studenten treden zeepbellen en crashes op.

Ook in onze experimenten in het UvA-CREED lab hebben we veel zeepbellen waargenomen, ook in markten met grote groepen van 100 personen. Een belangrijke oorzaak van de zeepbellen is dat in een groep

van proefpersonen in een financiële markt gemakkelijk coördinatie op trendvolgend gedrag ontstaat. Als je eenmaal op zo'n zeepbel zit, is het beter daarin mee te gaan, want als je als enige uitstapt leidt dat tot grote verliezen. Aan de andere kant moet je ook niet te lang wachten, want als de markt crasht voordat je uit bent gestapt, leidt dat tot nog grotere verliezen. We hebben ook een experiment gedaan met financiële specialisten. Daarbij treden zeepbellen iets minder vaak op, maar zijn ze toch niet uitgesloten.'

Behavioral macro staat nog in de kinderschoenen vergeleken met traditionele Dynamisch-Stochastische Evenwichtsmodellen (DSGE). In welke mate kunnen gedragsmatige macro-economische modellen bijdragen aan beter monetair en fiscaal beleid?

'DSGE-modellen konden de kredietcrisis niet voorspellen, omdat in deze modellen wordt uitgegaan van rationele verwachtingen. In een DSGE-model met rationeel gedrag is een crisis een grote stochastische schok die eigenlijk niet door het model verklaard kan worden. Sindsdien is er veel veranderd in macro-economische modellen. Er zijn bijvoorbeeld DSGE-modellen met adaptief leergedrag ontwikkeld. De verwachtingen zijn dan niet rationeel, maar begrensd rationeel. Dat is een stuk realistischer. De behavioral macro heeft zich de laatste jaren trouwens snel ontwikkeld, maar te vaak is

een behavioral macromodel nog slechts een minimale afwijking van de rationele benchmark, bijvoorbeeld met beperkte informatie, terwijl verder alles rationeel is. Macromodellen met adaptief leergedrag vormen een grotere stap weg van de traditionele modellen. Nog radicaler zijn de

'AI-agenten vertonen menselijke trekjes, rationeel of irrationeel, als het gaat om het voorspellen van prijzen of koersen.'

‘In ABMs kan de interactie op microniveau door complexe netwerken leiden tot boom en bust cycles, met grote fluctuaties in macro-economisch gedrag.’

agent-based modellen (ABMs), die gebruikmaken van microdata en micro-gedrag van begrepsd ratio-nale agenten met eenvoudige beslissingsregels (heuristieken). In ABMs kan de interactie op microniveau door complexe netwerken leiden tot boom-bust cycles, met grote fluctuaties in macro-economisch gedrag. Er bestaat toenemende interesse voor ABMs bij centrale banken. De macro-economische voorspellingen van ABMs kunnen inmiddels concurreren met die van standaard DSGE-modellen. Dat maakt ze ook een serieuze kandidaat voor beleidsanalyses.’

In hoeverre ziet u momenteel zelfvervullende dynamieken op de markten, bijvoorbeeld bij inflatieverwachtingen of AI-hypes?

‘De inflatie is lange tijd heel laag geweest, zo’n 2% à 3% sinds begin 2000 tot ongeveer 2020. Daarna is de inflatie, getriggerd door de COVID-pandemie en de oorlog in Oekraïne, snel gestegen, in Nederland tot meer dan 10% in 2022. Volgens de gedragsmodellen is deze inflatiepiek getriggerd door een grote externe schok (een pandemie of een oorlog), maar daarna versterkt door een overreactie van de prijzen en door trendvolgende inflatieverwachtingen. Wat AI betreft, is er in de eerste plaats natuurlijk sprake van een positieve schok (een nieuwe technologie). Ik weet niet in hoeverre er al sprake is van een AI-hype. Maar het zou kunnen dat we te maken hebben of te maken krijgen met een AI-zeepbel, net als destijds met de dotcom-zeepbel. Die was ook moeilijk te voorspellen. Achteraf is het altijd makkelijk te zeggen dat er een zeepbel was die gevolgd werd door een crash.’

Centrale banken proberen steeds vaker met forward guidance markten te sturen. Vanuit een gedragseconomisch perspectief: overschatten centrale banken hun vermogen om verwachtingen te managen?

‘Forward guidance en communicatie zijn beleidsmaatregelen die bijna perfect werken in rationele modellen. Maar de wereld is niet rationeel en daarom werken deze beleidsmaatregelen in de praktijk niet zo goed als gedacht. Daarom is het belangrijk dat centrale banken meer gebruik gaan maken van realistische gedragsmodellen en daarop hun beleid baseren. Ook zouden centrale banken er goed aan doen hun beleid te testen in laboratorium-experimenten. Binnen de macro-economische gedragsmodellen is het trouwens wel degelijk mogelijk om verwachtingen te managen. We concludeerden al eerder dat een inflatiehousse versterkt kan worden door trendvolgend gedrag. Door de rente sneller te verhogen, als dat nodig is, kan de centrale bank trendvolgend gedrag proberen te managen. Een renteverhoging is eigenlijk

een beleidsmaatregel die negatieve feedback aan de output geeft, waardoor een complex adaptief macro-systeem stabiel wordt.’

Kan in een complexe wereld een eenvoudige strategie superieur zijn aan een geavanceerd model?

‘In een complexe wereld werken eenvoudige strategieën (heuristieken) vaak beter dan ingewikkelde regels. Een voorbeeld is de naïeve heuristiek: doe hetzelfde als in voorgaande periode het geval was. Als de markt een pure ‘random walk’ volgt, is deze heuristiek optimaal. Daarom kan zo’n eenvoudige heuristiek goed werken in een complex systeem. Nog iets geavanceerder is het heuristieken-switching model, waarbij je kunt kiezen uit een aantal verschillende heuristieken, waarbij geswitcht wordt tussen de heuristieken op basis van hun relatieve opbrengsten. Naast de eenvoudige heuristieken hebben we ook de complex adaptieve systemen die bestaan uit heterogene, begrepsd rationele agenten die vele verschillende strategieën of heuristieken gebruiken. Prijzen convergeren niet naar hun rationele evenwicht, maar vertonen tijdelijke zeepbellen en crashes. Hoge schuld-niveaus, geopolitieke spanningen, snel verplaatsende globale kapitaalstromen, klimaattransities, et cetera dragen allemaal bij aan een grotere onzekerheid, waardoor de fundamentele prijzen meestal lager liggen en de volatiliteit toeneemt. Dat geldt voor het rationele model, maar in grotere mate voor een complex systeem.’

Wat zijn uw verdere motivaties en ambities?

‘Wellicht als begin van een antwoord op deze vraag een persoonlijke noot. Om te komen waar ik sta, is veel volharding nodig geweest. Aanvankelijk werden biases en irrationaliteiten als een exotische niche gezien. Ik heb echter altijd geloofd dat we markten beter kunnen begrijpen door het gedrag van mensen serieus te nemen. Dat pad heeft uiteindelijk geleid tot fundamentele inzichten en erkenning. En daar ben ik best trots op. Ik wil een brug slaan tussen theorie, experiment en beleid. Onze modellen worden inmiddels gebruikt door centrale banken, waaronder DNB en de Bank of Canada. Dat is als onderzoeker natuurlijk bijzonder waardevol: een theorie die werkt in het lab, empirisch houdbaar blijkt én relevant is voor beleidsanalyse. Genoeg om nog een of twee boeken te schrijven: één vakinhoudelijk boek waarin ik mijn werk over behavioral macroeconomics verder uitwerk, en wellicht ook een publieksboek. In de gedragseconomie en gedragspsychologie bestaan al toegankelijke boeken, denk aan Thinking, Fast and Slow van Kahneman, maar voor gedragsmatige macro-economie zijn die er nauwelijks, en valt er dus nog veel te doen.’ ■

ETF-boom of ETF-bubbel?

In de VS zijn er inmiddels meer ETF's dan aandelen met een beursnotering. Ook in Europa groeit de ETF-sector sterk. Maar wordt het aanbod niet te complex en te volatiel?

Sinds de lancering van het eerste Exchange Traded Fund in 1993 is de ETF-sector in een razend tempo gegroeid. Volgens Bloomberg en Morningstar zijn er nu meer dan 4.300 ETF's genoteerd in de VS, meer dan de circa 4.200 individuele aandelen die op beurzen beschikbaar zijn. Wereldwijd beheren ETF's nu \$ 13,8 biljoen aan assets, met een jaarlijkse groei van 20% sinds 2008. ETF's hebben de beleggingswereld getransformeerd. Traditionele beleggingsfondsen worden steeds meer verdrongen door ETF's, die beleggers op ieder moment dat de beurs open is met één simpele transactie exposure kunnen geven naar honderden bedrijven.

ETF's zijn gestart als indexfondsen die tegen steeds lagere tarieven konden worden verhandeld. De afgelopen decennia groeide het aantal aanbieders wereldwijd enorm. Na de introductie van indexmandjes volgden de 'smart beta'-ETF's, waarmee beleggers met een keuze voor factoren alsnog een 'outperformance' trachtten te realiseren. De afgelopen 10 jaar zijn vooral de thematische ETF's populair geworden. Inmiddels is de variatie verbluffend: van indexfondsen en obligatie-ETF's tot meer exotische producten met individuele aandelen en hefboomproducten.

De meeste ETF's zijn dan ook al lang geen passieve fondsen meer. Vooral de 'active' ETF's, met hun afwijking van de weging in hun benchmark, zijn sterk in opkomst. Of deze actieve ETF's het werkelijk consistent beter doen dan de index, is natuurlijk de vraag. Ironisch genoeg gaan institutionele beleggers steeds meer passief, marktgewogen beleggen, in ETF's, overige indexfondsen en directe mandaten, omdat ze met hun aandelenbeleggingen de markt niet

kunnen bijhouden. Door de 'move to passive' neemt de concentratie in de markt echter toe, want institutionele beleggers waren juist 'under-owned' in de technologiefondsen en in de Magnificent Seven.

De introductie van ETF's als instrument heeft de beheervergoeding van beleggingsfondsen enorm onder druk gezet. Door de hevige concurrentie zijn ook ETF's zelf goedkoper geworden. Maar door verbreding van het aanbod met thematische ETF's met een hogere vergoeding en met actieve ETF's trachten fondsaanbieders toch nog hun inkomsten te laten toenemen. De handel door voortdurende stortingen en onttrekkingen bij ETF's is voor beursorganisaties zo aantrekkelijk geworden, dat ze eerder streven naar meer ETF-noteringen dan naar IPO's.

Tien jaar geleden maakten ETF's slechts 9% van alle beleggingsvehikels uit. Vandaag de dag is dat bijna een kwart. ETF's zijn de bouwstenen van portefeuilles geworden voor zowel institutionele als particuliere beleggers. Particuliere beleggers hebben ondanks handelsoorlogen, geopolitieke schokken en onzekerheid bij de Fed in de eerste helft van 2025 meer dan \$ 500 miljard in ETF's gestoken, waarmee de markt op koers ligt om het record van \$ 1,12 biljoen aan instroom van vorig jaar te overtreffen.

Veel beleggers gebruiken ETF's als 'asset allocatie-tool'. Daarmee zijn wel de speculatieve geld- en kapitaalstromen en de volatiliteit op de beurzen toegenomen. Positief is dat ETF's het beleggen hebben gedemocratiseerd: miljoenen particuliere beleggers hebben goedkope toegang gekregen tot brede markten, grondstoffen en zelfs nichestrategieën die voorheen alleen toegankelijk waren voor hedgefondsen. Tegelijkertijd zijn particuliere beleggers massaal overgestapt op zeer volatiele leveraged, inverse en thematische ETF's. In het huidige tijdsbestek van grote geopolitieke onzekerheid kan dit toch wel een contrair waarschuwingssignaal zijn. ■



Door **Wim Zwanenburg**, beleggingsstrateeg van Stroeve Lemberger, geschreven op persoonlijke titel

Spreaden zonder Afrika is niet echt spreaden

Pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders investeren tot op heden zeer beperkt in de 54 landen in Afrika, ondanks de aantrekkelijke demografische en economische groeivoorzichten én de urgente ontwikkelingsbehoeften van het continent.

Door Iris Lijkendijk

Wie wereldwijd passief belegt, gaat ervan uit goed gespreid te zijn. Maar schijn bedriegt. De MSCI All Country World Index (ACWI) bestaat voor ongeveer 64% uit Amerikaanse aandelen. De tien grootste bedrijven hebben inmiddels een gewicht van ruim 21% in de index, en de IT-sector alleen al vertegenwoordigt 25%.¹ Dus, wie denkt breed te spreiden, belegt in werkelijkheid een groot deel van zijn vermogen in één land en één enkele sector.

En waar blijft Afrika? Het continent weegt in brede indices doorgaans minder dan 1%. Daarmee gaat een regio met een jong en snel groeiend demografisch profiel, grondstoffenreserves

en relatief lage schuld-niveaus vrijwel geheel aan beleggers voorbij.

Afrika als blinde vlek

Afrika is het jongste continent ter wereld: meer dan 60% van de bevolking is jonger dan 25 jaar.² Dit demografisch dividend vormt een krachtige motor voor toekomstige consumptie, arbeidsmarktgroei en innovatie. Daarnaast beschikt het continent over een overvloed aan grondstoffen die onmisbaar zijn voor de energietransitie, zoals kobalt, koper en lithium. De absolute schuld-niveaus zijn bovendien aanzienlijk lager dan in veel Westerse economieën, waardoor de macro-economische uitgangspositie minder kwetsbaar is dan vaak wordt gedacht.

Dus, wie zijn portefeuille écht wil diversifiëren, kan niet om Afrika heen. Het continent biedt unieke kansen om risico's te spreiden én toegang te krijgen tot groeiemarkten die in traditionele indices nauwelijks zijn vertegenwoordigd. Maar Afrika is meer dan een extra beleggingsbestemming: juist hier valt naast financieel rendement ook de meeste maatschappelijke impact te realiseren.

Voor pensioenfondsen raakt dit direct aan hun fiduciaire taak. Die gaat niet uitsluitend over het veiligstellen van voldoende rendement, maar ook over het garanderen dat pensioenen kunnen worden uitgekeerd in een leefbare wereld. Investeringsin Afrika, in het bijzonder impactinvesteringen, dragen daaraan bij: ze versterken zowel de

financiële waardecreatie op de lange termijn als de maatschappelijke stabiliteit en duurzame ontwikkeling die nodig zijn voor toekomstige generaties.

Bovendien zijn zowel de financiële als de maatschappelijke marginale opbrengsten in Afrika veel groter dan in ontwikkelde markten. Waar in Westerse landen de marginale impact van een investering beperkt is, kan een investering in Afrika daadwerkelijk het verschil maken voor toegang tot basisbehoeften zoals elektriciteit, gezondheidszorg of onderwijs. Daarmee dragen deze beleggingen direct bij aan de realisatie van de Sustainable Development Goals.

Wat houdt beleggers nog tegen?

Ondanks alle kansen blijft het continent een blinde vlek voor pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders. Het grootste deel van de investeringen blijft geconcentreerd in een beperkt aantal ontwikkelde landen. Daar liggen verschillende oorzaken aan ten grondslag.

Allereerst spelen risicopercepties en cognitieve biases een belangrijke rol. Politieke instabiliteit, valutavolatiliteit en operationele uitdagingen worden vaak overschat. Vanuit een etnocentrische bias gelden Westerse normen en instituties als maatstaf en worden Afrikaanse contexten daardoor sneller als risicovol bestempeld. En vanuit een attributiebias worden negatieve gebeurtenissen toegeschreven aan structurele gebreken van de regio, terwijl positieve

‘Ondanks alle kansen blijft het continent een blinde vlek voor pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders.’

ontwikkelingen worden afgedaan als uitzonderingen.

Daarnaast laat de moderne portefeuilletheorie weinig ruimte voor kleinere en minder conventionele allocaties. Pensioenfondsen zijn sterk gericht op schaal en benchmarks, waardoor Afrikaanse impactprojecten simpelweg niet passen binnen de bestaande kaders. Daar komt bij dat strikte rendementseisen en het uitgangspunt om risico's zoveel mogelijk te verlagen beleggingen in nieuwe of minder liquide markten ontmoedigen. Onder toezicht van DNB resulteert dit in een sterke voorkeur voor gevestigde markten, terwijl juist de frontiermarkten kansen bieden voor diversificatie en langetermijnwaardecreatie.

Ten slotte hechten beleggers te veel gewicht aan credit ratings, die geregeld de werkelijkheid tekortdoen. Deze beoordelingen zijn gericht op het verleden en bevooroordeeld tegen frontiermarkten met toekomstpotentie. Vooral lage sovereign credit risk ratings werken beperkend: via de zogenoemde 'sovereign ceiling' kunnen bedrijven in een land zelden een hogere rating krijgen dan de staat zelf. Hierdoor worden investeringen in Afrika vaak automatisch uitgesloten, los van de risico-rendementsverhouding. Passieve allocaties via indices als de MSCI ACWI versterken dit patroon.

De weg vooruit

De sleutel tot investeren in Afrika ligt in een meer toekomstgerichte beleggingsaanpak. In

plaats van te vertrouwen op historische data, ratings en benchmarks vraagt Afrika om een breder langetermijnperspectief. Door toekomstscenario's en opties te verkennen worden biases en onterechte risicopercepties doorbroken en komen kansen beter in beeld. Scenariodenken maakt bovendien zichtbaar dat het uitblijven van investeringen niet alleen de stabiliteit in Afrika ondermijnt, maar op langere termijn ook de druk op ontwikkelde landen verhoogt: door toenemende migratiestromen, klimaatuitdagingen en geopolitieke spanningen.

Naast een toekomstgerichte benadering is het essentieel om de werkelijke risico's beter zichtbaar én beheersbaar te maken. Het overschatten van risico's in Afrika kan doorbroken worden met kennis van ontwikkelingsbanken en impactinvesteers en het gebruik van tools zoals de GEMs Risk Database, die transparantie bieden over prestaties en risico-profielen. Deze bronnen vormen een waardevolle aanvulling op traditionele informatiebronnen zoals credit ratings en indices. Zo ontstaat een realistischer beeld van de feitelijke risico's en rendementen.

Daarnaast kunnen risico's actief gemitigeerd worden met behulp van innovatieve financieringsstructuren. Blended finance, waarbij ontwikkelingsbanken of overheden first-loss posities innemen, verlaagt de drempel voor institutionele beleggers. B-loans, waarbij ontwikkelingsbanken het

senior debt-gedeelte dragen en pensioenfondsen parallel kunnen meefinancieren, bieden vergelijkbare bescherming. In samenwerking met gespecialiseerde partijen zoals ILX Fund kunnen pensioenfondsen zo hun risico's beperken en toegang krijgen tot nieuwe markten met hoge groeipotentie.

Om deze financieringsstructuren daadwerkelijk te benutten, zijn ook aanpassingen in governance en portfolio-aanpak nodig. Met een total portfolio approach kunnen investeringen in Afrika niet langer als niche worden gezien, maar als integraal onderdeel van een wereldwijd gespreide portefeuille. Waar klassieke mandaten te star blijven, bieden emerging market- of impactmandaten de flexibiliteit om gericht in te spelen op de kansen van het continent.

Wie werkelijk wil spreiden, kan Afrika dus niet langer over het hoofd zien. Het is het ontbrekende puzzelstukje dat helpt lange-termijnrisico's te mitigeren, structurele groeikansen te benutten en reële impact te realiseren. Het is nu aan pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders om over hun schroom heen te stappen en dit puzzelstukje ook daadwerkelijk te leggen. ■

- <https://www.msci.com/documents/10199/255599/msci-acwi-iml.pdf>
- <https://www.unicef.org/executiveboard/stories/UNICEF-Board-turns-the-spotlight-on-children-and-young-people-in-Africa-srs-2023>

Disclaimer

Dit artikel is gebaseerd op het masteronderzoek 'Barriers and Drivers of Impact Investing in Sub-Saharan Africa: A Qualitative Study on Dutch Pension Funds' voor de RSM, Erasmus Universiteit.



Iris Lijkendijk

Strategie Consultant,
De Ruijter Strategie

IN HET KORT

Wereldwijde investeringen zijn scheef verdeeld: ongeveer 64% in de VS (één land), terwijl Afrika (een heel continent) minder dan 1% weegt.

Afrika biedt kansen: een jong en groeiend demografisch profiel, cruciale grondstoffen voor de energietransitie en lage absolute schuld niveaus.

Toch blokkeren biases, rendementseisen, traditionele governance en credit ratings investeringen in Afrika.

Toekomstgericht beleggen, betere datatools (zoals GEMS), innovatieve financieringsstructuren en flexibele mandaten kunnen dit doorbreken.

Afrika is hét ontbrekende puzzelstukje voor diversificatie, rendement en impact.

Global realignment favours emerging market debt

Globally, yields on high-quality assets feel thin once adjusted for inflation and tax. Corporate balance sheets look sound, yet spreads are tight and carry is limited. Under such circumstances, emerging market debt offers a clear payoff profile.

By Michael Vander Elst

We cover nine reasons why a measured allocation to this asset class can offer great diversification to investor portfolios, and what to keep in mind when assessing opportunities and managing the associated risks.

1. Attractive yields

Emerging market sovereigns pay a meaningful premium over developed market bonds. That yield pick-up rewards risk and offers a source of steady carry that compounds over time. Local currency bonds often add extra carry when real policy rates remain positive.

2. Currency appreciation potential

In local bond markets, exchange rates can be a second source of profit. If a currency is undervalued compared to its purchasing power, or if the country's trade and financial flows are improving, the currency may rise in value and boost overall returns. Factors like better trade terms, credible inflation control, and central banks with strong reserves make this more likely and reduce volatility, attracting foreign investors. Investors can choose to invest with full currency exposure or hedge part of it to limit losses.

3. Economic recovery and growth

Many emerging economies are earlier in their economic cycle than the United States or the euro area. Their output gaps are narrowing, private credit growth is under control, and investment activity is picking up again. When economies grow steadily without overheating, debt sustainability improves. Higher nominal GDP increases the size of the economy relative to debt, while credible primary budget balances help to keep debt levels stable. Structural reforms that improve productivity, widen the tax base, or raise labour participation can help maintain these improvements. Markets often respond by reducing spreads and lowering term premia. Sovereign yield curves then tend to flatten from the long end, creating capital gains for investors.

4. Diversification benefits

Local emerging market bonds respond to different drivers than developed market duration or global equities. Domestic inflation paths, commodity exposures, and idiosyncratic policy cycles break the link. This can lower portfolio volatility when shocks hit one region or sector. The

FIGURE 1: DPAM PROPRIETARY MODEL TO ASSESS COUNTRY SUSTAINABILITY



Source: DPAM 2025

benefit is larger when allocations are diversified across regions and funding structures.

5. Improving credit profiles

Several governments have rebuilt financial buffers through fiscal rules, subsidy reforms, or better tax collection. Commodity exporters have used stronger trade conditions to reduce external deficits and increase reserves. Others have lengthened the maturity of their debt and broadened funding sources, such as green bonds and local retail schemes. Credit rating agencies tend to recognise these structural changes gradually. When the outlook shifts to positive, bond spreads often narrow before an official upgrade takes place.

6. Inflation trends

Inflation is easing in parts of the emerging markets, helped by tighter policies in 2022 and 2023 and the fading of supply shocks. As inflation expectations move closer to target and knock-on effects weaken, central banks have more scope to cut rates. This can boost the value of longer-dated bonds. Local yield curves may rise in price as policy rates return to normal levels. Even after rate cuts, real yields often stay positive, which keeps domestic investors interested in bonds. Inflation-linked bonds add another option.

7. Geopolitical or policy shifts

Politics can add value when it supports market access and stability. Trade deals can boost medium-term growth and reduce reliance on external funding. Credible fiscal rules lower borrowing costs by making debt trends more predictable. Greater central bank independence reduces concerns about political interference. A small change in expected reform momentum can move long-dated spreads by dozens of basis points.

8. Relative valuation

In several segments, spreads versus developed market benchmarks remain above long-run averages after adjusting for default risk, recovery values, and liquidity. Local real yields in selected markets still trade at a premium to estimated neutral rates and to forward inflation. FX screens based on balance-of-payments trends and unit labour costs flag value in places where current accounts are improving. A disciplined process that ranks countries by valuation,

policy quality, and external resilience can raise hit rates.

9. Demand from global investors

Global investors, in search of higher yields and broader portfolio diversification, are increasingly turning to emerging market debt, which offers both attractive income and exposure to a wider range of economic drivers. The recent move into emerging markets highlights a search for alternatives, with institutional investors increasing their exposure to local currency markets. This growing interest boosts demand, which in turn supports prices, improves market liquidity, and can help reduce funding costs for issuers.

Active selection and quality in emerging market sovereigns

Emerging market debt offers yield, diversification, and a clear set of catalysts in policy and credit. The asset class has matured, the buyer base is broader, and the opportunity set is rich.

Our value proposition in this asset class is framed as a sustainable emerging market debt strategy in local currency focused on long-term progress. As a sustainable actor, we believe sustainability creates alpha.

With an active selection strategy for securities and countries, duration and positioning on the yield curve, we invest in bonds issued by emerging countries, selected on the basis of sustainable development criteria, excluding countries considered non-democratic.

Fundamental analysis is at the core. As active managers, we use macroeconomic, market and credit analysis to identify securities that offer attractive potential returns relative to the risk assumed. At ESG level, we integrate sustainability criteria such as the defence of fundamental rights, freedom of expression, education, the environment and healthcare. ■

Disclaimer

Degroef Petercam Asset Management SA/NV (DPAM) | rue Guimard 18, 1040 Brussels, Belgium | RPM/RPR Brussels | TVA BE 0886 223 276 |

For professional investors only. Marketing material. Investing incurs risks. All rights remain with DPAM. Unauthorized storage, use or distribution is prohibited. Although this document and its content were prepared with due care and are based on sources and/or third-party data, providers which DPAM deems reliable, they are provided without any warranty of any kind. All opinions and estimates reflect the situation at issuance and may change without notice. The provided information herein must be considered as having a general nature and does not, under any circumstances, intend to be tailored to your personal situation. Its content does not represent investment advice, nor does it constitute an offer or recommendation to buy, sell, subscribe to or execute any other transaction with financial instruments, or an independent investment research or other form of general recommendation.



Michael Vander Elst

Head Emerging Markets Fixed Income, DPAM

SUMMARY

Emerging markets are often at earlier stages of economic recovery or growth cycles compared to developed markets.

Local sovereign emerging market bonds can provide diversification benefits.

Some emerging markets are on an upward trajectory in terms of credit ratings.

Positive geopolitical developments or policy shifts can create a favourable environment.

Emerging markets may be undervalued relative to their fundamentals, offering an attractive entry point for long-term investors.

Global strong demand for emerging market debt can support prices and liquidity.

China: caught between resilience, fragility and innovation

After a tense few months, China's Xi Jinping could be forgiven for feeling more positive. Having just hosted 'new world order' leaders, showcased China's military might to the world, and seen local stock markets rally strongly, the tariff dispute of the spring has been delayed and overshadowed. But is China – not long ago dubbed 'uninvestible' – really on the ascendant again, both domestically and diplomatically?

By Naomi Waistell

A recent trip to China revealed a country in transition, caught between resilience, fragility and innovation.

Two-tier economy

China was once the darling of the emerging world. High GDP growth and a burgeoning equity market were built on the foundation of a booming property market. But a return to these days feels unlikely. After the property market collapse, Xi's 'whatever it takes' moment in Autumn 2024 initially boosted sentiment,

'A two-speed economy is emerging. Exports and manufacturing support the Chinese economy, but domestic consumption remains a challenge.'



but the feed-through to the real economy has been slow. The central government remains cautious and reactive, while local governments, burdened with debt, struggle to implement directives fully. The economy, heavily reliant on exports, may even face a tougher end to the year as the surge in trade demands (to avoid tariffs) ebbs.

As a result, a two-speed economy is emerging. Exports and manufacturing support the economy, but domestic consumption remains a challenge. Income levels must rise, social protection needs strengthening, and productive employment should be promoted. Progress is slow, consumer confidence is weak, and an uneven recovery is taking shape.

The largest cities show signs

of vitality while lower-tier cities remain stagnant. Below the top 20-30 cities we are unlikely to see a recovery in the near term. In the cities we travelled to, the scale of the over-build and presence of buildings sitting empty, unfinished and deserted was inescapable. Anecdotally, when we ate in restaurants, we were often the only table, and the taxi drivers we spoke to were former Goldman Sachs and Intertek employees.

At 30% of global manufacturing capacity and 18% of global population, but just 13% of global consumption, the over-capacity remains striking.¹ Encouragingly, since returning from the trip, the government is showing the first signs of intent to rationalise the supply excesses, vowing to fight so-called 'involution'. We expect pressure for

‘With economic struggles and a still unresolved trade war, stability, rather than rapid growth, is set to define China’s trajectory.’

further stimulus to rise in the coming months.

Trump makes China great again

China’s story cannot be read in isolation. It is inextricably linked with the US, and with the world.

While the trade war is not yet resolved, we think the likelihood of a complete relationship breakdown is extremely remote. China has too many cards in its hand, and decades of diversification mean it’s less reliant on the US. The transformation in trade patterns has been remarkable. At the turn of the millennium, the US was the largest trade partner for 80% of emerging markets. Across the intervening 25 years this has almost completely reversed, and China is now the key trade partner for 65% of emerging markets.

Jokes that ‘Trump is making China great again’ are commonplace on the ground. Many see his trade war as a political gift, creating a scapegoat for China’s economic woes. Preference for domestic goods is rising among China’s youth – potentially signaling an internal confidence that could be important for the next phase of recovery.

Innovation nation

Despite the economic headwinds, there are encouraging signals.

China is sharpening its focus on science and technology. Low-end production has largely migrated to Southeast Asia, while China has moved up the value chain. It now dominates the renewable energy supply chain and produces most of the world’s electric vehicles.

The DeepSeek breakthrough earlier this year reminded the world of the country’s capacity to surprise. The US may still lead in artificial intelligence and humanoid robotics, but China is catching up quickly. There is something of an irony in the fact that China, long being dubbed ‘the factory of the world’, will have more applications for this kind of labour replacement and far greater installed capacity for training.

And with self-sufficiency top of mind, similar advancements are seen in healthcare and technology, while unproductive capacity in older industries is being closed. In this field China really can achieve global firsts and in certain niches carve out superior solutions. These are the kinds of opportunities we look for.

At the same time, the Hong Kong market is enjoying a renaissance. Restrictions on mainland Chinese IPOs remain, and an increasing ‘anything but America’ trade and improved liquidity has seen

international capital return. A wave of innovative IPOs has helped narrow the premium between the mainland ‘A’ share and Hong Kong ‘H’ share market to a level not seen in five years. This is in part owed to renewed foreign investor demand for quality Chinese companies, but more significantly due to exceptional strength in southbound connect flows as local Chinese investors diversify.

Selectivity is essential

For investors, this environment presents both challenges and opportunities.

Some of the market’s recent performances may have run too far, but long-term, structural opportunities remain.

Attractive themes include AI enablers, automation, the experience economy, wellness, and future mobility. But with valuations starting to look stretched, we are more cognisant than ever of being discerning about both quality and price paid.

Away from innovation, a second area offers appeal: mispriced, high-yield companies which can offer resilience in the face of economic headwinds. Dividends are attractive and buybacks in the Chinese market are at all-time highs.

With economic struggles and a still unresolved trade war, stability, rather than rapid growth, is set to define China’s trajectory. But for careful stock-pickers, this might just be enough. ■



Naomi Waistell

Co-Fund Manager of Carmignac Emergents, Fund Manager of Carmignac China New Economy, Carmignac

SUMMARY

Xi Jinping projects strength after recent tensions, yet China remains between resilience, fragility, and innovation.

Property slump lingers. Exports and manufacturing support growth, but consumption and lower-tier cities stagnate.

The US trade war offers China political cover. Global trade links now favour Beijing.

Innovation advances in EVs, renewables, AI, and healthcare, while Hong Kong regains momentum.

Investors should focus on selective opportunities – AI, automation, wellness, mobility, and resilient high-yield firms. Stability, not rapid growth, defines outlook.

¹ Sources: Bloomberg, EM Advisors Group, Goldman Sachs, CSLA, July 2025.

Transforming asset management with macro-quantamental signals

In today's data-driven markets, systematic investing dominates much of global capital allocation. Nevertheless, one of the most enduring sources of returns – macro-economic change – remains underutilized. The missing link has been reliable, time-stamped economic data suited for investment strategy development. Macro-quantamental signals now offer that solution.

By Robert Enserro and Ralph Sueppel

Macro-quantamental signals are a new class of point-in-time, economically grounded indicators, enabling the integration of real-time macroeconomic data into the development of systematic trading strategies and discretionary trading tools, producing higher quality backtests, and realizing the opportunity to create macroeconomically oriented machine learning workflows. By linking economic fundamentals directly to investment strategies, they are quietly reshaping how institutions extract value from macro-economic information more efficiently and more effectively.

Macro matters

For decades, investors have relied on price action,

technical patterns, and flow data to guide trading decisions. But behind every sustained market trend lies a real-world driver: growth, inflation, policy change, or credit stress. Macro matters, not just because it influences risk appetite, but because it shapes the expected payoff of assets in tangible, directional ways.

Yet, while macroeconomic data has always been influential, most investment platforms developed without the tools to handle it properly. Conventional economic databases:

- overwrite data retroactively,
- lack publication and revision timestamps, and
- use evolving definitions that obscure historical reality.

As a result, discretionary investors have been using inferior economic data for years or spent considerable time cleaning economic data and restoring it to its original unrevised state. Systematic strategies have simply ignored one of the richest and most intuitive sources of information, just because it wasn't in the right format. Bringing it into the right format requires time, skills and material investment.

Systematic insight

The J.P. Morgan Macrosynergy Quantamental System (JPMaQS), jointly developed by J.P. Morgan and Macrosynergy, generates more than 25,000 revision-aware daily macro-quantamental indicators, many extending back to the 1990s. Behind the scenes, it requires a vintage data warehouse, which is hundreds of times larger than traditional economic databases and is sourced from global statistical agencies and research providers. It harmonizes inputs and reconstructs model-driven indicators such as nowcasts. The indicators capture the true state of knowledge at each historical moment, thereby enabling the integration of daily, point-in-time macroeconomic data into investment frameworks and academic research without compromising scale, precision, or backtest integrity.

Why macro-quantamental signals matter for investors

The integration of macro-quantamental indicators into institutional portfolios is more than a technical enhancement. It delivers real strategic benefits by providing a broader

information set beyond price and flow data to include core economic drivers. It also helps to improve market efficiency by 'pricing-in' macro events faster, identifying implausible premia, and correcting distortions. Ultimately, macro-quantamental indicators allow investors to scale beyond human judgment, enabling the processing of daily macro releases from dozens of developed and emerging countries, which would be impossible for manual research teams.

Macro-quantamental signals create value by:

1. **Tracking macro trends**
Macroeconomic trends influence both investor sentiment and asset fundamentals. Signals based on inflation surprises or employment momentum can pre-empt changes in risk appetite or policy outlook, offering predictive power across asset classes.
2. **Detecting implicit subsidies**
Market inefficiencies often stem from non-profit motives: central bank interventions, regulatory mandates, or behavioral biases. Macro-quantamental tools help identify excess returns tied to these distortions, such as currency carry premiums shaped by deflation fears or policy divergence.
3. **Identifying price distortions**
Misalignments between asset prices and fundamentals arise from rigid mandates, liquidity crunches, or institutional frictions. Tools like

purchasing power parity (PPP) or financial conditions indices can flag overvaluations in FX or sovereign spreads.

4. Managing endogenous risk

Crowded trades carry 'setback risk': large losses despite fundamentally sound positions. Macro-quantamental indicators track capital flows, current accounts, and public borrowing needs, offering early warnings of instability.

Macro-quantamental trading signals strengthen price-only approaches across markets, frequencies, and signal-generation principles. The signals can be used to identify market direction and timing. Simple, non-optimized macro-quantamental signals have displayed significant predictive power of directional returns across and between asset classes. These signals merely follow standard economic theory and common sense. For example, a balanced composite cyclical indicator built from point-in-time measures of excess GDP growth, labor-market tightness, and excess inflation can tilt exposure in equities, rates, FX, and commodities, and improve trade timing.

They also foster trend enhancement. Classic trends follow prices, while macro trends follow fundamentals. Price trends are timelier, while macro trends provide more specific information. Combined, for scaling or pausing momentum, they typically add more value than either alone.

Carry strategy precision can also be improved through macro-quantamental

signals. Adjusting carry for inflation and policy differentials, terms-of-trade shifts, or growth gaps improves FX carry robustness. Similar quantamental filters help commodity carry avoid late-cycle traps.

For equity investors, macro-quantamental signals will improve equity allocation across sectors and countries, such as signals tied to policy cycles, liquidity, and credit guide sector and country tilts. Cross-country success often comes from differentiating indicators linked to monetary stance and earnings growth in local currency.

Point-in-time updates of recorded economic developments provide daily or weekly signals and thrive when escalatory shifts are underestimated, adding a layer of tail-risk protection when leveraging higher-frequency macro signals.

Macro-quantamental signals can also be applied to machine learning integration. Theoretical priors generate a broad universe of candidate macro features, and revision-aware, time-stamped construction enables realistic backtests. The core task is to select and combine features consistently through time, an area where statistical learning and macro-quantamental signals are natural complements.

Overall, macro-quantamental signals add another invaluable 'lens': they indicate when price signals deserve trust, how much risk to allocate, and where to deploy capital for the best risk-return profile.

Overcoming adoption barriers

Despite their promise, macro-quantamental systems face hurdles, which include:

- Data overload: compete with less actionable 'alternative data' in crowded research pipelines.
- Macro skepticism: non-economist quants may distrust macro theory due to its jargon and perceived subjectivity.
- Cost perception: quantamental platforms appear costly, yet they reduce internal development time and deliver pre-modeled, tradable signals.
- Access models: JPMaQS offers research access freely but requires a subscription for full integration, balancing openness and exclusivity.

The future of macro-driven investing

Notwithstanding some of the traditional adoption barriers, macro-quantamental signals do more than enhance backtests. They represent a structural evolution in how capital responds to economic reality. As macro shocks – from inflation to geopolitics – reassert their influence, the ability to systematically absorb and act on point-in-time economic data becomes a competitive edge.

For institutional investors seeking robust, explainable, and economically grounded returns, macro-quantamental signals are no longer a research niche. They are becoming a tested standard and a strategic capability for a more responsive, resilient investment process. ■



Robert Enserro

Founder and Chief Executive Officer, Macrosynergy



Dr. Ralph Sueppel

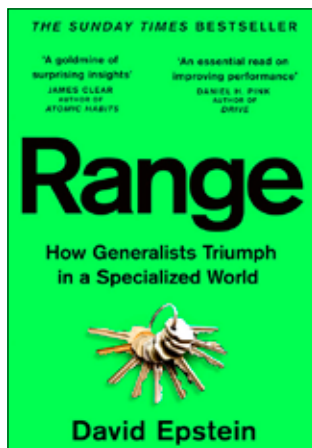
Managing Director for Research and Trading Strategies, Macrosynergy

SUMMARY

Systematic and discretionary investors have long struggled to use macroeconomic data effectively, constrained by the lack of reliable, time-stamped information.

Macro-quantamental indicators solve this by embedding real-time, point-in-time economic data that reflects the true state of knowledge at each moment into investment strategies.

By linking fundamentals to markets, these signals enhance portfolio direction and timing, while enabling realistic backtests and supporting machine learning techniques. They are emerging as a new standard in asset management.

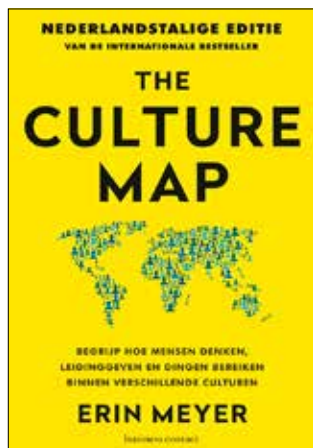


Range

David Epstein pleit voor het ontwikkelen van je veelzijdigheid om succesvol te zijn. Volgens hem hebben generalisten in de huidige tijd een voorsprong op specialisten.

David Epstein,
Macmillan Business

<https://tinyurl.com/tvye32us>



The Culture Map

Een handboek op het gebied van cultuurverschillen. Erin Meyer legt uit hoe je deze herkent én benut om succesvoller te zijn in een geglobaliseerde zakenwereld.

Erin Meyer,
Business Contact

<https://tinyurl.com/2tc424n3>

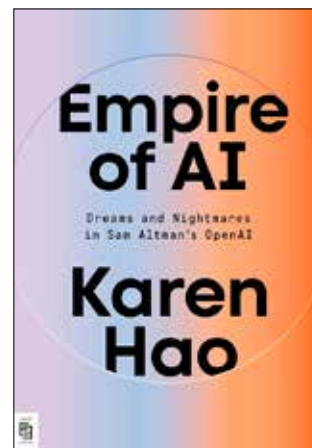


Abundance

Klein en Thompson betogen dat Europese bouwplannen en technologische vooruitgang zijn verwaarloosd als gevolg van links beleid. Ze pleiten voor een politiek van 'abundance'.

Ezra Klein en Derek Thompson,
Avid Reader Press / Simon & Schuster

<https://tinyurl.com/mscatdzs>



Empire of AI: Dreams and Nightmares in Sam Altman's OpenAI

Karen Hao duikt in de opkomst van OpenAI: van ambitieuze dromen over kunstmatige algemene intelligentie tot de gesloten cultuur achter de schermen.

Karen Hao,
Penguin LLC US

<https://tinyurl.com/yekb3dr9>



PAPERS

The role of investment beliefs and heuristics in corporate valuation

Deze studie onderzoekt hoe buy-side en sell-side analisten – beide wantrouwend ten opzichte van marktvoorspelbaarheid en ESG-rankings – verschillen in hun aanpak bij bedrijfswaarderingen.

Magnus Jansson et al.,
Qualitative Research in Financial Markets –
30 april 2025

<https://tinyurl.com/2s4nvzjp>



Is the United States a Lucky Survivor? A Hierarchical Bayesian Approach

De auteurs kwantificeren de impact van survivorship bias op het Amerikaanse aandelenrendement en modelleren hoe investeerders crashrisico's achterhalen via data uit andere landen.

Jules van Binsbergen et al.,
The Journal of Finance –
16 april 2025

<https://tinyurl.com/mr9mu6de>



Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2025 Edition

In deze studie wordt gekeken hoe verschillende benaderingen de berekening van de equity risk premium beïnvloeden, en worden de beperkingen per methode, vooral in opkomende markten, belicht.

Aswath Damodaran,
Stern School of Business –
5 maart 2025

<https://tinyurl.com/5d67t84p>



Caveats of Simple Factor Timing Strategies

David Blitz onderzoekt eenvoudige, ogenschijnlijk effectieve factor timing-strategieën, maar waarschuwt voor hoge omloopsnelheden en afnemende prestaties in recente jaren.

David Blitz,
Robeco Quantitative Investments – 16 mei 2025

<https://tinyurl.com/5yefjrpt>



Gabriëlle Krapels

Van APG Asset Management naar PGGM Vermogensbeheer: 'Waardevol bijdragen aan de maatschappij.'



2011
Ph.D, University of Oxford

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

'Heel goed! Ik stap in bij een uiterst kundige en gedreven organisatie, met een recent afgeronde gezamenlijke PGGM-PFZW strategie, in een nieuwe rol als Chief Policy Officer als lid van de Directie van PGGM Vermogensbeheer. Dit behelst specifiek advisering rondom de beleggingsstrategie, waaronder de Strategische Asset Allocatie, en advies rondom het strategisch beleggingsbeleid voor onze klant PFZW.'

Welke aspecten van uw functie geven u nu al energie?

'De dynamiek van verandering, de relatie met PFZW en mijn collega's, vanwege hun kennis, expertise en gedrevenheid. Daarnaast ligt er een mooie kans om samen met PFZW verdere

invulling te geven aan hun '3D beleggingsmandaten', waarin we beleggen met de optimale balans tussen risico, rendement en duurzaamheid. Ten slotte is er binnen PGGM Vermogensbeheer een nieuwe structuur geïmplementeerd. Ik krijg energie van het gezamenlijk uitrollen hiervan.'

Wat was uw allereerste (vakantie)baantje en wat hebt u daar geleerd?

'Ik had een administratieve baan bij een advocatenkantoor en heb geleerd dat het loont om eigen initiatief te nemen door op zoek te gaan naar de informatie, mensen en resources die ik nodig had om het werk te kunnen doen.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met PGGM Vermogensbeheer?

'Ik ken de organisatie vanuit mijn werk al meer dan 10 jaar, maar ben begin dit jaar met hen in contact gekomen toen ik werd benaderd voor de positie van Chief Policy Officer.'

Wat verwacht u daar te bereiken?

'Samen met mijn teams, adviseer ik onze klant over hun strategisch beleggingsbeleid en hun beleggingsstrategie. Mijn doel is om inhoudelijk een goede sparringpartner te zijn, constructief mee te denken en het beste advies te geven dat de doelstellingen

van PFZW helpt te realiseren in het belang van de deelnemer. Er is veel gaande op beleggingsgebied, qua geopolitiek, en ook op het vlak van duurzaamheid zijn er veel ontwikkelingen. Dat vraagt om een kundig team dat de actualiteiten volgt en adequaat kan adviseren. Daarnaast draag ik als lid van het managementteam bij aan de veranderingen die wij binnen PGGM doorvoeren.'

Wat is het belangrijkste dat u hebt geleerd in uw vorige baan, en hoe neemt u dat mee in deze nieuwe rol?

'In mijn vorige functies heb ik geleerd hoe belangrijk het is vragen te stellen, zowel aan collega's, als aan klanten en andere stakeholders. Impliciete aannames kunnen een discussie onnodig vertroebelen. Daarnaast ben ik altijd geïnteresseerd in de vraag achter de vraag. Door te begrijpen wat de drijfveren, belangen en wensen zijn, kan je elkaar beter begrijpen en daarmee tot betere oplossingen komen. Ten slotte heb ik een open blik, waardoor ik continu probeer out-of-the box te blijven denken. Jezelf actief uitdagen om innovatief te denken is belangrijk in een snel veranderende wereld.'

Wat zijn uw persoonlijke ambities?

'Mijn persoonlijke ambitie is om met mijn werk waardevol bij te dragen aan de maatschappij. Mijn vorige functies weerspiegelen dat. Ook in deze rol kan ik hier op een hele mooie manier invulling aan geven, door samen met mijn teams zo goed mogelijk te adviseren hoe pensioengelden duurzaam en in lijn met de fiduciaire plicht van pensioenfondsen kunnen worden belegd.' ■

Edo de Jaeger

is aangesteld als Onafhankelijk Voorzitter van het Verantwoordingsorgaan van PFZW.

Paul de Klerk

is tot de Raad van Toezicht van ILX toegetreden.

Barend van Drooge

heeft promotie gemaakt tot Head of Credit Risk Sharing bij PGGM.

Krista Nauta-van der Linden

is bij Huisarts & Pensioen begonnen als Uitvoerend Bestuurder Klantbediening.

Max Kaspers

gaat aan de slag als Business Development Leader Non Life bij Triple A - Risk Finance.

Gertrude Wallens

is bevorderd tot Uitvoerend Bestuurder en Directeur Risk & Compliance bij Philips Pensioenfonds.

Marc Tesink

is tot Partner van BB Capital benoemd. Hiervoor was hij Managing Partner bij Van Lawick Partners.

Jeroen Gielen

is aangesteld als Senior Manager Balance Sheet Management bij Achmea. Hiervoor werkte hij 14 jaar bij KPMG Nederland.

Axel Röhm

is benoemd tot Senior Investment Strategist bij Pensioenfonds Rail & OV.

Pascal Boots

is begonnen als Senior Institutional Sales Manager bij Robeco. Hiervoor werkte hij bij Amundi.

Michel Iglesias del Sol

is toegetreden tot het bestuur en de beleggingscommissie van bpfBOUW.

Guido Veul

is tot Director van AF Advisors benoemd. Hij komt over van Goldman Sachs.

Richard Klijnstra

gaat bij Impact Orange Partners aan de slag als Analyst.

Werner Sohier

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van CenterSquare Investment Management. Hij werkte hiervoor 27 jaar bij PGGM.

Floris de Vries

is aangesteld als Portfolio Manager in het Europese LDI-team van Columbia Threadneedle Investments.

Anna-Sterre Nette

is tot het Management Team CFI van APG Asset Management toegetreden.

Michelle Ummels

is benoemd tot Portfolio Manager in het External Managers team van De Nederlandsche Bank.

Marius Dekker

gaat aan de slag als Senior Business Development Associate NL & Nordics bij Capital Group. Hij komt over van Lombard Odier Investment Managers.

Joyce van Dorssen

is aangesteld als Voorzitter van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Atos.

René Kirkels

is bij Quintet Private Bank benoemd tot Group Head Business Development FIM. Hiervoor werkte hij bij Saxo Bank.

Pieter Jan Zaal

is begonnen als Fondssecretaris van Pensioenfonds PostNL. Hij komt over van DMFCO Asset Management

**Evelien van Hilten**

is bij PME Pensioenfonds aangesteld als Manager Afdeling Vermogensbeheer. Zij werkte hiervoor bij DMFCO Asset Management.

Richard Bruins

is benoemd tot CEO van Dutch Sport Tech Fund. Hij blijft daarnaast bestuursadviseur bij Van Lanschot Kempen.

Martin Sanders

is benoemd tot CIO van Philips Pensioenfonds. Hij werkte hiervoor bij AXA Investment Managers.

Ruben van der Aa

is benoemd tot Niet-Uitvoerend Bestuurder van Rabobank Pensioenfonds, namens de werkgever.

Johan Kloeze

is Directeur Private Banking & Wealth Management van ING geworden. Hij is sinds 1997 aan ING verbonden.

Mariëlle Lichtenberg

is bij Blue Sky Group benoemd tot CEO. Hiervoor werkte zij 29 jaar bij Rabobank.

Anton Eser

is aangesteld als Chief Investment Officer van Robeco. Hij is afkomstig van 10X Investments.

Wilma Schouten

is bij Blue Sky Group tot Commissaris benoemd.

Maarten Roeleveld

is Manager van de Nederlandse tak van Russell Investments geworden. Hij is al 7 jaar verbonden aan het bedrijf.

Milou Nijmeijer

gaat bij Nuveen werken in de Sales voor Institutionele Klanten. Zij werkte eerder onder meer bij Momentum Family Office en bij ABN AMRO.

Marcel van Thienen

is benoemd tot Hoofd Fondsmanagement van Annexum. Hiervoor was hij Managing Director van Blauwdruk Investerings.

Ted Bolsius

is bij Bolster Investment Partners begonnen als Investment Manager. Hij komt over van Simon-Kucher.

Benjamin Davids

is toegetreden tot het bestuur van de Kring van Pensioenspecialisten. Hij blijft daarnaast actief als Gastdocent aan de UvA.

Chantal Boekkooi

is begonnen als Uitvoerend Bestuurder bij Pensioenfonds KLM-Cabinepersoneel. Ze blijft daarnaast bestuurslid bij Bpf Waterbouw en Bpf Koopvaardij.

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



Seminar 'Artificial Intelligence & Digital Assets: Kans of bedreiging voor je portefeuille?'

Datum: Donderdag 20 november 2025, van 13.15 tot 17.30 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 **13.15 tot 17.30** 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, 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:

- **Jos Dirkx**, Chief AI Strategist, Turner
- **Dr. Volker Flögel**, CIO, Managing Partner, Quoniam Asset Management
- **Arnoud van Heuveln**, Supervisor Asset Management, Autoriteit Financiële Markten
- **Tessa Sprokkel**, Senior Supervisor Asset Management, Autoriteit Financiële Markten
- **Ruud Smets**, Managing Partner & CIO, Theta Capital Management
- **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: www.financialinvestigator.nl/seminar-20-11-2025



In samenwerking met:



BY  THETA CAPITAL



JUSTDIGGIT

**MAKE
EARTH
SMILE
AGAIN**



DONEER EEN
EARTH SMILE
VOOR 8 EURO