

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

POLITIEK IS HET SLUITSTUK, GEEN STARTPUNT

Johan Van Overtveldt,
Belgisch econoom en politicus

RONDE TAFEL NATURAL CAPITAL

Natural Capital is een
redelijk stabiele asset class

GREEN TRANSITION AT A CROSSROADS: EUROPE'S STRATEGIC RESPONSE

Jean-Jacques Barbéris,
Amundi

OUTLOOK
2^E HELFT 2025
door 9 experts

FINANCIAL INVESTIGATOR

UITNODIGING

Seminar 'Capital Introduction Private Markets: can you afford not to invest in Private Markets?'

Datum: Maandag 22 september 2025 van 11:00 uur tot 18:30 uur, met aansluitend Walking Dinner

Locatie: Rosarium, Amsterdam

Wat betekenen private assets voor de diversificatie en weerbaarheid van je portefeuille? Hoe betrouwbaar zijn de waarderingen van private assets? Hoe ga je om met de beperkte liquiditeit?

Waar liggen de kansen in private markten vanuit economisch en geopolitiek perspectief? Hoe verhouden evergreen-fondsen zich tot traditionele gesloten private markets-fondsen?

Op **maandag 22 september 2025** organiseert Financial Investigator het seminar '**Capital Introduction Private Markets: can you afford not to invest in Private Markets?**', onder leiding van **Hans de Ruiter**, CIO van Pensioenfonds TNO, Bestuurslid en Voorzitter van de Beleggingscommissie bij Pensioenfonds PMT en Pensioenfonds Achmea, en Senior Lecturer Finance aan Nyenrode Business Universiteit.

Verschillende topsprekers zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Erik Jan van Bergen**, Managing Director, Coöperatie VGZ
- **Prof. Pascal Böni**, Professor of Practice in Finance & Private Debt, Tilburg School of Economics and Management
- **Robin Challis**, Partner, Portfolio Manager Strategic Credit, Pemberton Asset Management
- **Abigail Dean**, Global Head of Strategic Insights, Nuveen Real Assets
- **Ralph Engelchor**, Lead Portfolio Manager Impact Investing, Achmea Investment Management
- **Marieke van Kamp**, Head of Private Markets, NN Group
- **Erik Leseman**, Independent Investment Consultant
- **Scott McClurg**, Head of Private Credit, HSBC Asset Management
- **Elliot McIlraith**, Senior Vice President, Product Strategist, Pimco
- **Cyril Moulin**, Co-Head Aerospace & Defence, Private Equity team, Tikehau Capital
- **Michael Neal**, Global Chief Investment Officer, Savills Investment Management
- **Alex Neve**, Independent Investment Consultant
- **George Nijborg**, Head of EU Private Placements & Insured Strategies, Aegon Asset Management
- **Cameron Payne**, Principal - Co Head of European Investment, Private Equity, Federated Hermes Limited
- **Koen Ronda**, Head of Private Market Investments, IBS Capital Allies
- **Markus Schaen**, Independent Investment Consultant
- **Emaad Sami**, Product & Solutions Director Infrastructure Credit, Schroders Capital
- **Mark Sheahan**, Senior Alternatives Investment Director, Mercer Global Investments
- **Marsha Sinninghe**, Fund Manager Dutch Core Residential, a.s.r. real estate
- **Niranjan Sirdeshpande**, Global Head of Investments, Catalyst Growth Equity, M&G Investments
- **Maciej Tarasiuk**, Head of Investments, Economic Infrastructure, Aberdeen Investments
- **Luc Toren**, Senior Fund Manager, Wealth Management Partners

Registratie:

Deelname staat open voor buy-side beleggingsprofessionals die werkzaam zijn voor pensioenfondsen, fiduciaire managers, family offices, consultants, banken, verzekeraars of die werkzaam zijn op het gebied van fondsselectie voor onafhankelijke vermogensbeheerders.

Meer informatie: <https://www.financialinvestigator.nl/seminar-22-09-2025>



In samenwerking met:

aberdeen
Investments

achmea
Investment Management

AEGON
Asset Management

a.s.r. real estate

**Federated
Hermes**
Limited

HSBC Asset Management

M&G
Investments

nuveen
A TIAA Company

PEMBERTON

PIMCO

savills
investment
management

Schroders

TIKEHAU
CAPITAL

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Ames, Manno van den Berg, 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 Jullicher
 Philip Menco
 Marthe Tuinstra
 Josephine van der Vossen
 Marc Vijver

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Richard Abma, Peter van Apeldoorn, Jori Arts,
 Carl Atkin-House, Stephen Auth, Joost de Baaij,
 Alastair Baillie Strong, Bruno Bamberger,
 Jean-Jacques Barberis, Effi Bialkowski, Nick
 Brugman, Adrien Cambonie, John Carey, Ryan
 Clatworthy, Céline Claudon, Lucas Crasborn,
 Frank Dankers, Julie Dickson, Han Dieperink,
 Lena Doan, Jérôme Dulong, Sébastien Duquet,
 Remko van der Erf, Thomas Friedberger, Arnold
 Gast, Vincent Geurts, Mark Gilligan, Aida
 Giniyatullina, Sanne van Gorp, Duncan Hale,
 Gordon Harding, Raphie Hayat, Huub Ten Holter,
 Thijs Jochems, Bas Jongerius, Joppe Knoester,
 Ralf Kooker, Bert Kramer, Jaron Krant, Paul
 Krugman, Raphaël Lance, Marc van Maarle, Chris
 McGinley, Bart van Merriënboer, Marjolein
 Meulensteen, Rishma Moennasing, Jan Bertus
 Molenkamp, Nicholas Moss, Cherry Muijssoon,
 Mark de Nooij, Judith Norbart, Stefan Ormel,
 Johan Van Overtveldt, Funda van Riel-Bor,
 Harmen Schot, Mark Sherlock, Jennifer Signor,
 Alfred Slager, Ruud Smets, Astrid Smit, Angeles
 Toledo, Nikki Trip, Eelco Ubbels, Xander Urbach,
 Ronald Verhagen, Friso Verveld, Simon Wiersma,
 Luuk Willems, Crystal Wong, Corné van Zeijl,
 Wim Zwaneburg en Daan de Zwart

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Magali Delporte

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

DISCLAIMER De inhoud van Financial Investigator dient enkel
 ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen
 of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin
 beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en
 auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en
 naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever
 en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en
 volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden
 dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van
 welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/
 of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie.
 Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid
 voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden
 zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoer-
 veld, 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.

Kortetermijnkansen benutten

De maand mei was voor veel aandelenmarkten de beste beursmaand in 35 jaar. Ondanks geopolitieke onzekerheid worden de markten nog steeds gedragen door drie fundamentele: economie, liquiditeit en waardering – factoren die na de correctie in april zijn verbeterd. Omdat sommige Europese landen in een recessie verkeren, rees de vraag of ook de Verenigde Staten in een negatieve groeifase



zouden belanden. Inmiddels lijkt er slechts sprake van een groeivertraging. De Amerikaanse importtarieven vallen mee en functioneren als een milde belastingverhoging. Ondertussen blijken de winstcijfers, vooral in de technologiesector dankzij AI, sterker dan verwacht.

De groeivertraging biedt centrale banken ruimte om de rente te verlagen. De ECB heeft dat inmiddels al acht keer gedaan. In de VS maken de importheffingen het inflatiebeeld troebel, maar renteverlagingen in de tweede helft van het jaar lijken waarschijnlijk. Dit schept ruimte voor herstel. De volatiliteit op de beurzen – opvallend genoeg ook bij obligaties – is de afgelopen maanden echter hoog geweest. Dit onderstreept het belang van alternatieve beleggingen, zoals private assets. Die bieden bovendien mogelijkheden om impact te realiseren, bijvoorbeeld op het gebied van Green Infrastructure, Energy Transition, Biodiversity en Natural Capital.

Het zijn vier thema's die nauw met elkaar verbonden zijn. Reden genoeg voor Financial Investigator om hier in deze editie uitgebreid aandacht aan te besteden met verslagen van Ronde Tafels en paneldiscussies, het coverinterview met Jean-Jacques Barbéris van Amundi, aangevuld met inhoudelijke artikelen van experts. De rode draad: de kapitaalbehoefte is enorm, de kansen zijn talrijk en investeringen kunnen zowel financiële als ecologische voordelen opleveren.

Volop kansen en mogelijkheden dus, ook al valt er geen tijd te verliezen. Dat optimisme is echter ver te zoeken in het portret van Nobelprijswinnaar Paul Krugman, die zich uiterst kritisch uitlaat over president Trump. Wat hem betreft lijdt de VS aan collectieve verstandsverbijstering. Ook Johan Overtvelt, Belgisch econoom en politicus, is niet zonder meer lovend, maar meer nog is hij kritisch op de ontwikkelingen in Europa. Hij hoopt echter persoonlijk bij te kunnen dragen aan verbeteringen. Dat is hem te prijzen.

Tot slot vindt u in deze editie de vooruitzichten van acht experts ten aanzien van de tweede helft van 2025. Positieve en negatieve visies wisselen elkaar af, maar zoals een van de experts het zo krachtig verwoordt: 'Slimme beleggers creëren de ruimte om kortetermijnkansen te benutten.'

Ik wens u een mooie zomer toe!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar
'Capital Introduction
Private Markets'
22 september,
11.00-18.30 uur
met aansluitend
Walking Dinner
Rosarium, Amsterdam
Meer informatie:
[financialinvestigator.nl/](http://financialinvestigator.nl/semnar-22-09-2025)
semnar-22-09-2025



10

Green transition at a crossroads: Europe's strategic response



6

Trumps botte tariefmaatregelen zijn funest



Ronde Tafel
'Green Infrastructure &
Energy Transition'

20

COVERVERHAAL

10 Green transition at a crossroads: Europe's strategic response, Interview met Jean-Jacques Barbéris, Amundi

THEMA GREEN INFRA, ENERGY TRANSITION, BIODIVERSITY & NATURAL CAPITAL

20 Ronde Tafel 'Green Infrastructure & Energy Transition'

30 Kleine projecten, grote impact – de logistieke klimaatuitdaging, Interview met Peter van Apeldoorn en Bas Jongerius, Polestar Capital

32 Unlocking value in the energy mid-market, Mirova

34 Ieder scenario vraagt om collectieve actie, Verslag paneldiscussie 'Energy Transition, Natural Capital & Biodiversity'

38 Impact vereist een realistische afweging, Interview met Cherry Muijsson, BlackRock

40 Voor structurele impact zijn zowel private als publieke markten nodig, Verslag Q&A-sessie 'Energy Transition, Natural Capital & Biodiversity'

44 Integrating biodiversity into fixed income portfolios – why and how, AXA Investment Managers

46 Natural Capital: what is it and why should you invest in it?, Climate Asset Management

48 How investing in nature can benefit portfolios, Nuveen

50 Ronde Tafel 'Natural Capital'

THEMA OUTLOOK 2E HELFT 2025

90 Roerig begin, veerkrachtig vervolg?, negen experts over hun Outlook voor de tweede helft van 2025

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Trumps botte tariefmaatregelen zijn funest, Lezing van Nobelprijswinnaar Prof. Dr. Paul Krugman

14 Dynamiek hoort bij mij, Interview met Funda van Riel-Bor, APG Asset Management en BPL Pensioen

18 Balansbeheer onder de Wtp, a.s.r. vermogensbeheer

60 A case for diversified private equity impact strategies, Neuberger Berman

62 Voting for remuneration linked to non-financial KPIs, UBP

S Gesponsord

- 64 Reinforcing European sovereignty through defence investment,** Interview met Thomas Friedberger, Tikehau Capital
- 66 Funderingsproblematiek vormt beperkt financieel risico voor hypotheekbeleggers,** DMFCO Asset Management
- 68 Curatief zorgvastgoed wordt ten onrechte gezien als muurbloempje,** Achmea Real Estate
- 70 Actief of passief: nieuwe dilemma's voor beleggers, zes experts over actuele vragen over actief en passief beleggen**
- 76 De opmars van actieve ETF's,** Fidelity International
- 78 Samen sterk op private markets,** Interview met Han Dieperink, Auréus, en Huub Ten Holter, Mercer
- 80 Trade finance: uncorrelated alpha potential,** Federated Hermes
- 82 Overcoming geopolitical risk in index sovereign debt,** L&G
- 84 Blockchain ontketent nieuwe businessmodellen,** Interview met Ruud Smets, Theta Capital
- 86 Politiek is het sluitstuk, geen startpunt,** Interview met Johan Van Overtveldt

COLUMNS

- 17 CFA Society Netherlands:** Pensioen: vast, variabel of verstandig?
- 29 IVBN:** Zonder kompas geen koers
- 59 Han Dieperink:** Oranje is het nieuwe Groen
- 75 Thijs Jochems:** Wat is het échte probleem met globalisering?
- 89 Wim Zwanenburg:** Navigeren onder fundamentele onzekerheid

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 95** On the move special: **Lucas Crasborn**
- 96** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 03/09** Ronde Tafel 'How to invest in Biodiversity?'
- 16/09** Ronde Tafel 'Real Estate Debt'
- 17/09** Lunch Webinar Discussion 'SDG integration in Global Equity Portfolios'
- 19/09** Ronde Tafel 'Green, Blue & Orange Bonds'
- 22/09** Seminar 'Capital Introduction Private Markets'
- 26/09** Ronde Tafel 'Private Credit'
- 03/10** Ronde Tafel 'New developments in ETFs'

14

Dynamiek
hoort bij
mij



90

Outlook
2^e helft 2025



50

Ronde Tafel 'Natural Capital'

CLEARWATER ANALYTICS:

Insurers expand further into private markets

According to Clearwater Analytics, a technology platform for investment management, private asset AUM among insurers grew 34% in 2024. This reflects an ongoing shift in how insurers are approaching investment management.

Clearwater Analytics recently released the 2025 Insurance Investment Outsourcing Report (IIOR), produced in partnership with DCS Financial Consulting, and including data from 101 participating managers and consultants. The report shows a rise in insurance investment outsourcing, which highlights a confluence of market dynamics, such as the growing need for specialized expertise in emerging asset classes, the ongoing search for yield amid challenging conditions, and the increasing complexity of regulatory requirements.



The global report reveals three key trends that, according to Clearwater Analytics, are reshaping insurance investment management:

Private asset class expansion: Private asset AUM grew 34% YoY to \$ 800 billion. A decade ago, less than \$ 50 billion was reported in this segment. Private assets managers are entering the insurance space, and insurers are investing. This shift toward private

markets demonstrates insurers' search for yield and portfolio diversification.

Multi-asset class: While private assets are on the rise, public assets remain the foundation of an insurer's multi-asset class portfolio. 83% of participating managers reported public asset class strategies, with many of them also offering private asset classes. Many now provide both, requiring enhanced operations and robust analytical capabilities.

Technology-driven solutions are required: Over 80% of participating managers now provide customized portfolio reporting, cash flow projections, accounting analytics, and regulatory assistance – all powered by advanced technology solutions. AI-driven analytics are gaining traction as data-driven decision-making becomes essential.

DE TIPS VAN

Simon Wiersma

Wat is je (zakelijke) levensmotto en waarom?

Geloof in jezelf! Je kunt meer dan je denkt. In de financiële industrie werken ongelooflijk veel slimme en talentvolle mensen. Ik heb geleerd dat je met een beetje logisch nadenken, Hollandse nuchterheid, boeren-verstand, lef en hard werken mooie beleggingsresultaten kunt boeken. Laat je niet afleiden door wat anderen denken en zeggen.

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

Mijn tip: lees iedere beursdag mijn blog 'De beurs vandaag' op ING.nl/beursnieuws. Hierin analyseer ik al jaren de actuele ontwikkelingen op de financiële markten en geef ik mijn visie daarop. Als je niet van lezen houdt, kun je luisteren naar de podcast 'Blik op de beursweek'.



Simon Wiersma heeft ruim 25 jaar professionele beleggingservaring en is sinds 2009 Investment Manager bij het ING Investment Office. In die rol is hij medeverantwoordelijk voor het tactische beleggingsbeleid van de beleggingsstrategieën van ING Vermogensbeheer. Eerder was hij werkzaam als Vermogensbeheerder, Portfoliomanager en Analist Vastrentende Waarden.

Nh1816 Verzekeringen kiest Van Lanschot Kempen

Van Lanschot Kempen Investment Management verwelkomt Nh1816 Verzekeringen als adviesklant. De schadeverzekeraar is reeds participant in een aantal huisfondsen.

De dienstverlening wordt uitgebreid met onder andere strategische fiduciële advisering over het beleggingsbeleid en beleidsondersteuning, advisering en orderuitvoering voor de aandelen- en obligatieportefeuille, en rapportage over de beleggingsportefeuille.

Oak Pensioenfonds selecteert BNP Paribas

BNP Paribas Securities Services (BNP Paribas) is door Oak Pensioenfonds aangesteld als global custodian en administrateur voor zijn beleggingen.

Met deze samenwerking brengt Oak Pensioenfonds de bewaarneming van een totaal geïnvesteerd vermogen van € 5,4 miljard (per december 2024) onder bij BNP Paribas. De dienstverlening omvat onder andere bewaarneming, beleggingsadministratie, investment compliance, performancemeting en toezichhouder-rapportages. De onboarding en migratie zijn inmiddels gestart en de livegang staat gepland voor 1 juli 2025.

Opgebouwde pensioenen Psf. BAT naar a.s.r.

a.s.r. en Pensioenfonds BAT (SPBAT) hebben een overeenkomst gesloten om de pensioenverplichtingen van SPBAT bij a.s.r.-dochter Aegon Levensverzekering N.V. te verzekeren.

SPBAT heeft ongeveer 2.200 deelnemers en een belegd pensioenvermogen van ongeveer € 600 miljoen. Door deze transactie krijgen alle deelnemers een levenslang gegarandeerd pensioen dat jaarlijks wordt verhoogd met de Europese inflatie.

Amdax ISAE 3000 Type 2-geaccrediteerd

Amdax heeft als eerste cryptodienstverlener in de Europese Unie met succes de ISAE 3000 Type 2-audit doorlopen. In 2023 behaalde het bedrijf al de Type 1-audit, waarmee werd vastgesteld dat de interne beheersmaatregelen op 1 december 2023 correct waren ingericht. De nieuwe audit- en assurancerapportage tonen nu aan dat diezelfde maatregelen over een langere aaneengesloten periode aantoonbaar effectief hebben gefunctioneerd binnen de dagelijkse operatie van Amdax.

Met de komst van MiCAR en DORA is onafhankelijke toetsing van interne processen steeds belangrijker.



FOTO: S. SHUTTERSTOCK

Northern Trust appointed custodian for BPF Beton

Northern Trust announced that it has been appointed by pension fund BPF Beton to provide global custody, regulatory reporting, valuation and accounting, and performance analytics.

BPF Beton is the industry pension fund for people working in the concrete products industry in the Netherlands with approximately € 1.2 billion in assets as at 31 December 2024.



Achmea neemt pensioenvermogen FrieslandCampina over

Achmea Pensioen & Leven breidt met een buy-out de bestaande pensioendienstverlening aan FrieslandCampina verder uit. Deze stap sluit aan bij de eerder aangekondigde ambitie van Achmea om te groeien op de markt voor pensioen buy-outs.

De buy-out betreft het zogenoemde gesepareerd beleggingsdepot, waarin het belegd pensioenvermogen is ondergebracht van circa 8.000 (oud)medewerkers van Friesland Foods en FrieslandCampina. Beide partijen zijn overeengekomen dit depot op te heffen. Het vermogen, dat vóór 2015 is opgebouwd en tot nu toe door FrieslandCampina werd beheerd, wordt overgedragen aan Achmea Pensioen & Leven. In totaal gaat het om circa € 1,5 miljard aan belegd vermogen.

Trumps botte tariefmaatregelen zijn funest

De botte tariefmaatregelen van Donald Trump hebben een funeste invloed op de Amerikaanse economie en op de positie van de Verenigde Staten in de wereld. ‘Het lijkt erop alsof we collectief ons verstand hebben verloren.’

Door Joost van Mierlo

De Amerikaanse winnaar van de Nobelprijs voor de Economie Paul Krugman is een van de meest verbeterde tegenstanders van het economisch beleid van president Trump. Zijn niet aflatende aanvallen op het ‘waaninnige beleid van Trump’ waren volgens hem aanleiding voor The New York Times om zijn veelgelezen column, die hij daar bijna vijftientig jaar lang had, te beëindigen. Hij zet zijn column voort via Substack, waar hij inmiddels 375.000 volgers heeft. Die genieten dagelijks van zijn genadeloze kritiek.

Begin mei bracht Krugman een bezoek aan Nederland. Hij gaf een lezing aan de Erasmus Universiteit, waar hij de komende jaren veel tijd zal doorbrengen. Krugman wil de komende jaren het leeuwendeel van zijn tijd in Europa besteden om zijn inzichten rond de door hem ontwikkelde handelstheorie, die hij zelf de ‘New Economic Geography’ noemt, verder aan te scherpen.

Zijn eerste indruk van Nederland in het algemeen en van Rotterdam in het bijzonder is positief. ‘Als je naar de cijfers kijkt, zou Nederland, en Europa in het algemeen, er veel

slechter aan toe zijn dan de Verenigde Staten. Maar als je rondloopt, merk je daar niets van. De mensen zien er goed uit, de winkels en de winkelwagens zijn vol en de gemiddelde levensverwachting ligt hoger. Geld zegt duidelijk niet alles.

Tegenwoordig wordt met groot gemak gezegd dat globalisering de oorzaak is van de problemen waar veel achtergebleven regio’s mee te maken hebben. Dat geldt bijvoorbeeld voor de Appelachen in de Verenigde Staten, voor het Noorden van Engeland, en hoewel ik niet goed op de hoogte ben van de situatie hier in Nederland, zal het ongetwijfeld ook hier gelden.

In de Verenigde Staten wordt het de ‘China Shock’ genoemd. Het klopt dat het verplaatsen van de productie naar China oorzaak is geweest van het verlies van veel banen in de Verenigde Staten. Maar we moeten het niet overdrijven. Het gaat in totaal om naar schatting 1,5 tot 2 miljoen banen. Dat is niet al te veel in een land waar iedere maand 1,5 miljoen mensen hun baan verliezen of worden ontslagen.

‘De inwoners van Alabama zijn precies degenen die de prijs betalen voor de domme importtarieven die de afgelopen maanden in de Verenigde Staten zijn ingevoerd.’

CV

Paul Krugman

Paul Krugman (1953) is een Amerikaanse econoom met handelstheorie als specialisme. In 2008 ontving hij de Nobelprijs voor de Economie. Hij behoort tot de meest gerespecteerde economen ter wereld. Hij was jarenlang Hoogleraar, eerst aan MIT en daarna aan Princeton, maar kreeg wereldwijde bekendheid vanwege zijn wekelijkse columns in The New York Times. Hij schreef tal van boeken, waaronder 'The Return of Depression Economics' (1999) en 'The Conscience of a Liberal' (2007). Vanaf komende zomer is hij gasthoogleraar aan diverse Europese universiteiten, waaronder de Erasmus Universiteit in Rotterdam.



Natuurlijk vertel ik met deze cijfers niet het hele verhaal. Sommige sectoren en regio's zijn harder geraakt dan andere. Neem als voorbeeld de meubelbouw. Voordat China een factor van betekenis werd in de wereldhandel, was er nauwelijks sprake van import van meubels in de Verenigde Staten. Dat veranderde totaal.

Voorheen was de productie van meubelen geconcentreerd in de Amerikaanse staat North Carolina. De veranderingen als gevolg van de China Shock betekenden dat ruim 300.000 werknemers in deze regio hun baan verloren. Dat heeft een funeste invloed gehad op tal van steden aldaar.

Globalisering is echter niet de grootste boosdoener. De invloed van nieuwe technologie is veel groter. Neem mijnbouw. We kennen allemaal de verhalen uit het verleden waarbij mannen met een pikhouweel de donkere diepte in werden gestuurd om kolen weg te hakken. Het was natuurlijk niet erg gezond, dat werk, maar het zorgde generaties lang voor een degelijke baan van vader op zoon.

Dat veranderde allemaal als gevolg van technologie. Tegenwoordig wordt met explosieven de top van een berg opgeblazen en worden met grote machines de kolen, of welke grondstof ook, weggeschaapt. Daar komt nog bij dat de vraag naar kolen, vanwege klimaatverandering, de laatste jaren is afgenomen, maar het is de technologische vernieuwing geweest die de meest funeste gevolgen heeft gehad voor de werkgelegenheid in deze regio's.

Het verlies van een economische rol van betekenis heeft funeste gevolgen gehad voor tal van regio's. Dat zie je bijvoorbeeld in de Verenigde Staten, waar een staat als Alabama relatief is achtergebleven. Maar het gemiddelde inkomen is in Alabama nog altijd vergelijkbaar met dat in Canada of Frankrijk.

Het maakt echter duidelijk dat dit soort economische cijfers niet alles zegt. Als je naar de stad Birmingham in Alabama gaat, heb je een heel andere ervaring dan in Toronto in Canada. Het blijkt bijvoorbeeld uit de levensverwachting van mensen. In Alabama is dat 75 jaar, in Canada 81. Of uit het percentage volwassenen tussen 25 en 54 jaar dat een baan heeft. In Alabama is dat 78%, in Canada is dat 89%.

Het duidt op een sociale ontwrichting die verstrekende gevolgen heeft in tal van regio's. Ik had het al over levensverwachting. De belangrijkste doodsoorzaak in staten als Alabama en North Carolina is een categorie die wordt aangeduid met 'Opiaten, Alcohol en Zelfmoord'. Deze doodsoorzaak is vooral hoog bij mensen die geen universiteitsopleiding hebben genoten.

Sociale ontwrichting is niet nieuw. In mijn levensjaren zijn er twee fases van sociale ontwrichting te ontdekken. In de eerste plaats was er de sociale ontwrichting in veel

binnensteden in de jaren zestig en zeventig. Het was het gevolg van het vertrek van industrie uit de binnensteden. Het zorgde voor massale werkloosheid bij de gekleurde bevolkingsgroepen die daar leefden.

Als iemand een bizar onethisch experiment had >

'Het moet mogelijk zijn om met een gerichte industriepolitiek bepaalde achtergebleven regio's op te stuwten in de vaart der volkeren.'

‘Globalisering is niet de grootste boosdoener. De invloed van nieuwe technologie is veel groter.’

willen uithalen, dan zou deze hebben kunnen denken: ‘laten we vervolgens eens de blanke gemeenschap in rurale gemeenschappen gaan aanpakken’. Maar dat is precies wat er de afgelopen tientallen jaren is gebeurd. Dat dit ook tot politieke onvrede leidt, is volkomen begrijpelijk.

Voordat ik inga op de manier waarop dit probleem kan worden aangepakt, is het van belang om de huidige situatie in bijvoorbeeld New York te beschrijven. Het is de stad waar ik al tientallen jaren woon en ik heb de stad sterk zien veranderen. Vergeleken met de chaotische situatie in de jaren zeventig is de stad nauwelijks nog te herkennen. Het aantal moorden ligt bijvoorbeeld 85% lager dan in de jaren zeventig en New York is nu een van de veiligste steden in de VS. Het toont aan dat er iets gedaan kan worden aan sociale ontwrichting.

De ontwrichting van de afgelopen decennia is het gevolg van een ontwikkeling waarbij de kenniseconomie de voornaamste motor is geweest voor de economische groei. Deze groei concentreerde zich in gebieden die al eerder haarden van kennis waren. De redenen daarvoor zijn vaak toevallig. New York dankt zijn prominente rol aan zijn ligging aan het uiteinde van het Erie Kanaal. De economische rol van dat Erie Kanaal is nagenoeg verdwenen, maar het heeft ervoor gezorgd dat New York ook nu nog een toonaangevend financieel centrum in de wereld is.

Ruim de helft van de economische groei in de Verenigde Staten in de afgelopen tientallen jaren kan worden toegeschreven aan de groei rondom New York en die rondom Silicon Valley. Het zorgt voor mooie economische cijfers, maar de gemiddelde inwoner van Alabama profiteert niet echt van de honderden miljarden die oligarchen als Elon Musk en Mark Zuckerberg de afgelopen jaren hebben verzameld.

De inwoners van Alabama zijn echter precies degenen die de prijs betalen voor de domme importtarieven die de afgelopen maanden in de Verenigde Staten zijn ingevoerd. Dat gebeurt in de eerste plaats doordat

producten duurder zullen worden. Maar dat is niet eens de belangrijkste reden voor de problemen

die worden veroorzaakt. Tal van middelgrote en kleine bedrijven zijn voor een deel van hun productie afhankelijk van import en krijgen te maken met hogere productiekosten. Die zullen worden afgewenteld op de consument.

Ik ben geen vrijhandelpurist. Zeker in de huidige politieke onzekere tijden is het van belang om strategische sectoren te behouden. Maar dat wil niet zeggen dat je alle productie in eigen land moet hebben. Ik denk niet dat Donald Trump het met me eens is, maar het lijkt mij geen enkel probleem dat de productie van geavanceerde machines om chips te produceren – we hebben het inderdaad over ASML – in Nederland plaatsvindt. De tijden van offshoring zijn dan misschien voorbij, maar naast nearshoring zouden we ook tevreden moeten zijn met friendshoring, van de productie van cruciale producten en diensten in bevriende mogendheden.

De vorige Amerikaanse regering heeft belangrijke stappen in deze richting ondernomen. Er zaten allerlei haken en ogen aan de Chips Act, om meer chiptechnologie naar de Verenigde Staten te halen, en de Inflation Reduction Act, maar het waren stappen in de juiste richting. Het moet mogelijk zijn om met een gerichte industriepolitiek bepaalde achtergebleven regio's op te stuwen in de vaart der volkeren.

Het grootste probleem met de genoemde wetgeving, vooral de Inflation Reduction Act, was dat het niet op een schaal die groot genoeg was, kon worden doorgevoerd. Het rotte politieke klimaat in de Verenigde Staten maakte dat onmogelijk. Om stemmen te winnen, werden projecten toegeschreven aan staten die het niet het hardst nodig hebben. Dat is de politieke realiteit van vandaag de dag. Of misschien moeten we zeggen die van gisteren. Momenteel leven we in een periode van collectieve verstandsvijziging. In ieder geval in de Verenigde Staten. Het is niet zo slecht om de komende jaren wat meer tijd te besteden in Europa.’ ■



Laat kinderdromen uitkomen.

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

Help mee, steun Kika



Scan en steun



Green transition at a crossroads: Europe's strategic response

In a world where geopolitics, energy security and climate policy are increasingly intertwined, Financial Investigator spoke with Jean-Jacques Barbéris, Head of the Institutional and Corporate Clients division & ESG at Amundi, to discuss how the green transition is evolving six months into Donald Trump's second term.

By Jolanda de Groot Photography Magali Delporte

How are the rapid progress of renewable energy technologies, the surge in power demand and recent geopolitical events impacting the transition six months after Donald Trump's inauguration?

'Six months into Donald Trump's second presidential term, global energy and investment landscapes are navigating shifting tides. While geopolitical tensions and rising protectionism might seem like roadblocks to the green transition, they also reveal unexpected accelerants, particularly in energy security, innovation in clean technologies, and Europe's drive toward strategic autonomy.

Far from stalling, the transition to a low-carbon economy is proving remarkably resilient. Indeed, the drive for energy security and resilience has emerged as a pivotal geopolitical theme, as we observe a widening gap between energy-exporting economies reliant on hydrocarbons and energy-importing regions focused on clean alternatives. For Europe, reducing its dependence on fossil fuel imports, particularly from politically unstable regions, is now directly aligned with accelerating the deployment of renewable energy, enhancing power grid efficiency, and scaling up energy storage technologies.

The momentum behind clean energy is undeniable, with a global boom in renewables despite short-term volatility:

- Investment in clean energy is double that of fossil fuels.
- In 2024, 90% of new electricity generation capacity in the US came from renewable sources.
- Solar and wind are now cost-competitive with gas-powered generation, even when factoring in the costs of intermittency.

- Solar now represents 75% of added renewable capacity, outpacing forecasts.
- Battery costs have fallen 75% since 2015, and innovations like sodium-based batteries, less dependent on scarce resources like lithium, promise further cost reductions.

On the fossil fuel front, the most productive US shale reserves, such as the Permian Basin and Bakken formation, are already being exploited. US institutions now expect a supply surplus, as the country has been a net energy exporter since 2019. Trade tariffs may further hinder the global competitiveness of US oil and gas.

Climate finance, however, is facing several headwinds. Domestically, in the US, renewable energy has recently experienced a negative green premium, where clean technologies are penalized relative to traditional assets, although this is starting to diminish. New tariffs targeting Chinese imports also pose a threat, particularly in solar, where China remains the dominant supplier.

We believe the transition may slow under Trump's administration, but it will not reverse. Market dynamics, technological progress, and international policy responses provide restoring forces that will sustain long-term momentum.'

What dynamics are there in 2025 for the responsible investment market and investors' commitment?

'The responsible investment landscape today is highly polarized. While the US have experienced an ESG backlash since 2022, Europe has maintained its regulatory and capital deployment momentum, a trend >

‘We believe the transition may slow under Trump’s administration, but it will not reverse.’

that has now spread to Asia and Latin America. 2024 was emblematic of this divergence. In the US, selective ESG funds have experienced persistent outflows, seen since mid-2022. In Europe, flows into ESG, down compared to conventional strategies for the first time since 2021, remained positive. The nature of ESG flows also evolved, mirroring a mature investment cycle with a rotation toward fixed income assets.

Despite the challenging political context, 2024 was a strong year for financial performance. Over 70% of asset classes posted positive returns. Equity markets soared, with major indices reaching historic highs. However, returns were uneven, with significant performance dispersion between mega-caps and other sectors, a dynamic also reflected in responsible investment strategies.

Data from the first quarter 2025 confirms that the ESG funds market is maturing. The US continues to see outflows from ESG funds, especially in actively managed equity. Globally, fixed income ESG strategies are thriving, highlighting investors’ preference for lower-risk products during uncertain times. In contrast, responsible investment remains an essential pillar in investment discussions in Europe, where basic ESG strategies, offering broader inclusion criteria, drew € 54 billion in net inflows, especially in fixed income. Meanwhile, more selective strategies saw outflows, reflecting short-term risk aversion rather than a loss of long-term conviction. While the US market is experiencing outflows and a shift in sentiment towards responsible investment, the European market remains resilient and continues to show strong inflows into RI funds.

Specific segments struggled: thematic funds and best-in-class strategies experienced outflows of € 9.3 billion and € 8.6 billion respectively. Still, our outlook remains confident. Client

discussions and choices demonstrate sustained investor appetite and belief

in the structural growth of the ESG market.’

How can simplification in ESG regulations in the EU support both investor needs and the green transition?

‘Striking the right balance between sustainability and competitiveness is not only possible: it is essential. The EU has launched its first ‘simplification’ Omnibus package, with the aim of reducing administrative burdens. For investors, the key concern is that the simplification process, which should ultimately lead to streamlined ESG data requirements exclusively focused on investor-relevant information, must not compromise ambition. It is clear that Europe will be unable to achieve this without harmonized, credible non-financial data that supports the EU’s climate neutrality goals. From a competitiveness perspective, the extraterritorial scope of EU ESG rules is not certain, to ensure foreign companies operating in Europe play by the same rules as European firms. Finally, a key innovation of the European framework is the double materiality principle, formally introduced in 2019, which evaluates both financial and environmental/social impacts. It is important that this is preserved, whilst simplification is ongoing. Simplification should be a tool to enhance the transition, not weaken it.’

What trends are you observing now among ESG funds and investor appetite?

‘Despite market fluctuations and political headwinds, investors’ appetite for sustainable finance remains robust. A March 2025 survey by the Morgan Stanley Institute

revealed that 88% of investors globally are at least ‘somewhat interested’ in responsible investing, 51% are ‘very interested’, and two-thirds report that their interest has grown in the past two years.

‘Sustainable finance is no longer a niche trend or a moral imperative, it’s a strategic necessity.’



CV

Jean-Jacques Barbéris

Jean-Jacques Barbéris began his career in 2008 at the French Treasury, responsible for economic issues related to climate and financial markets. In 2010, he joined the French securities regulator. In 2012, he joined the French Ministry of the Economy and Finance, then moved to the office of the French President as economic and financial affairs adviser. He joined Amundi in 2016, where he is currently working as Head of the Institutional and Corporate Clients division & ESG.

Investor interest spans geographies and product types. The Green, Social and Sustainability (GSS) bond market saw 23% volume growth in emerging markets in 2024. Impact investing has grown at a 21% compounded annual growth rate since 2019, with increasing interest in outcome-based financing, particularly in fixed income.

The vocal step-back from US players in the responsible investment space creates concerns among European investors. This trend is clearly evident in the growing demand from our clients for robust sustainability approaches and commitments, with stewardship activities becoming a key expectation. We are observing this dynamic among European asset owners, and we also anticipate seeing these trends develop in Europe and Asia.

We believe that the future of responsible investing lies in strategies that are outcome-oriented, aligned with real-world decarbonization and social progress, and that provide sector diversification to avoid concentration risks and seize opportunities in a broad variety of sectors that will actually contribute to the transition. Investors are already increasingly incorporating forward-looking metrics, such as a company's carbon transition cost and its capacity to implement a viable climate plan, into their toolboxes.

These are not niche approaches. They are becoming core components of long-term investment strategies.'

How does this relate to EU sovereignty?

'Energy policy and industrial competitiveness are now intrinsically linked. Trump's protectionist policies, including new tariffs and a pro-oil stance, have accelerated efforts in Europe and China to solidify energy sovereignty. Both regions are highly exposed to the US trade measures and share similar priorities: enhancing domestic clean tech capacity, reducing dependence on imported fossil fuels, and transforming

decarbonization into an economic growth driver.

China is leading the charge with unprecedented levels of renewable energy development and clean tech manufacturing capacity, investing over \$ 100 billion in clean energy and accounting for 80% of global solar panel manufacturing and 70% of electric vehicle production.

Europe's response is gaining momentum. The 'Competitiveness Compass', launched in January 2025, outlines a clear path: simplify regulation, cut energy costs, and support industrial decarbonization. The subsequent Clean Industrial Deal should mobilize over € 100 billion to help heavy industries transition while stimulating clean technology production.

Trump's policies may even backfire economically. The spending cuts and tariff environment is already prompting some US green tech firms, that benefited from Biden-era programs, to consider relocating part of their operations to Europe, drawn by regulatory certainty and supportive policies.'

Is sustainable finance now considered a strategic imperative rather than a moral choice?

'The intersection of geopolitics, climate policy, and financial markets has created a pivotal moment. While uncertainties remain, the strategic direction is clear.

Sustainable finance is no longer a niche trend or a moral imperative, it's a strategic necessity. Whether through accelerating the energy transition, reinforcing European sovereignty, or providing long-term value to investors, the market is adapting.

And in this new global context, those with the agility to understand evolving dynamics and the conviction to stay the course will be best positioned to lead the way.' ■

Dynamiek hoort bij mij

Een goed pensioen in een leefbare wereld is belangrijk. En maak contact, dat doet ertoe! Financial Investigator sprak met Funda van Riel-Bor, Treasury & Trading Development Manager bij APG Asset Management en bestuurslid bij BPL Pensioen.

Door Lies van Rijssen

'Na mijn HBO-opleiding werkte ik zeven maanden op de afdeling Finance van de Daimler Group in Madrid. Geïnspireerd door de werking van de financiële markten begon ik vervolgens aan mijn Master in Financial Management. Geloof me, het liefst had ik geleefd en gewerkt in de tijd waarin de aandelenhandel nog fysiek op de beursvloer plaatsvond. Die dynamiek, fantastisch! De leukste dagen, eigenlijk nachten, van mijn carrière tot nu toe vond ik de eerste uren na Donald Trumps eerste verkiezing en de nacht waarin de Britten over Brexit stemden. Ik werkte toen als Product Manager FX bij ABN AMRO Clearing Bank en bleef vol adrenaline op kantoor zitten wachten op de reactie van de beurzen. De valutahandel, waar ik me toen mee bezighield, reageert altijd direct op opzienbarende nieuws.

Min of meer toevallig belandde ik enige tijd later bij PGGM Investments, waar ik in aanraking kwam met de pensioenwereld. Bij een opleiding in coronatijd vertelde een jonge medecursist me dat ze bezig was om pensioenfondsbestuurder te worden en deelnam aan de opleiding van Pensioenlab. Ik was stomverbaasd. Bestuurders van pensioenfondsen waren in mijn beleving veel oudere mensen, meestal mannen. Maar mijn interesse was gewekt en ook ik schreef me in

voor het Pensioenlab-programma. Dat heeft me gebracht tot waar ik nu ben: in een bestuursfunctie bij BPL Pensioen. Samen met mijn werkzaamheden bij APG Asset Management vormt dat een geweldige combinatie.

De grote diversiteit aan werkzaamheden in de pensioensector bevalt me goed. Ik ben met steeds andere stakeholders in gesprek. Heel boeiend is natuurlijk ook dat de pensioensector aan de vooravond staat van de grootste verandering in zijn bestaan. Ik wil eraan bijdragen dat we daar goed doorheen komen. Dat is van levensbelang voor onze deelnemers.

Deze sector doet er echt toe. Het pensioen maakt een groot deel uit van het inkomen voor later van deelnemers. Voordat ik voor BPL Pensioen ging werken, vervulde ik stages bij Pensioenfonds Horeca en Catering en Pensioenfonds Kappers. Ik gun het al die hardwerken de deelnemers zeer dat hun pensioen goed geregeld is.

Dat zij van hun leven kunnen blijven genieten als ze stoppen met werken. In een leefbare wereld. Als pensioenfondsbestuurders hebben we te zorgen voor een goed beheer van de pensioenen, en wel zo dat dit bijdraagt aan de leefbaarheid van de wereld waarin mensen hun

'Zonder wrijving geen glans. Discussies zorgen voor de benodigde wrijving met als resultaat betere besluiten: de glans!'

CV

Funda van Riel-Bor

Funda van Riel-Bor heeft een master in Finance en Financial Management Services. Sinds medio 2023 werkt ze bij APG Asset Management. Eind 2024 werd zij daarnaast bestuurslid bij BPL Pensioen. Eerder bekleedde Van Riel-Bor functies bij PGGM Investments, Solid FX en ABN AMRO Clearing Bank. Als onderdeel van haar opleiding bij Pensioenlab liep ze stage bij Pensioenfonds Horeca en Catering en Pensioenfonds Kappers.



pensioengeld gaan uitgeven. De zoektocht naar die balans vind ik fascinerend.

Expect the unexpected. Naast wat we kunnen voorzien en waarop we ons kunnen voorbereiden, kunnen er zaken in aantocht zijn waarvan we niet weten hoe ze eruit gaan zien. Toch moeten we ook daarmee rekening houden. Verandering is een permanent gegeven voor de financiële sector en de veranderingen volgen elkaar steeds sneller op. We moeten daarom uiterst flexibel zijn, onze weerbaarheid goed op orde hebben en snel kunnen acteren en schakelen. AI bestaat al jaren, maar maakt momenteel een wel heel snelle ontwikkeling door die ons allemaal raakt. Een andere grote ontwikkeling is dat we tegenwoordig werken met enorme hoeveelheden digitale data. We zien steeds meer cyberaanvallen. Dat onderstreept het immense belang van cybersecurity. Verduurzaming van de samenleving en de vele daaruit voortvloeiende nieuwe wetten en regels zijn ook grote ontwikkelingen waar onze sector mee te maken heeft. En niet te vergeten de overgang naar de nieuwe regels voor pensioen. Al deze onderwerpen moeten we genoeg aandacht geven en goed adresseren.

De thema's in mijn werk hangen uiteraard samen met de ontwikkelingen waar we het over hadden: IT, de DORA-wetgeving, cybersecurity, duurzaamheid. En communicatie. Goede communicatie was altijd al belangrijk, maar nu nog meer: als pensioenfonds moeten we alles rond de overgang naar de nieuwe regels voor pensioen goed kunnen uitleggen aan onze

deelnemers. Maar deelnemers zijn natuurlijk niet over één kam te scheren. We kunnen hen niet allemaal met dezelfde woorden en dezelfde communicatiemiddelen bereiken. Bij BPL Pensioen weten we dat ook. We hebben voor een lopende campagne Instagram als communicatiemiddel ingezet om onze jongere deelnemers te bereiken. We hopen ook hen daardoor effectief te kunnen betrekken bij de veranderingen die eraan komen.

Gelukkig staan we er als bestuur niet alleen voor. Ons bestuursbureau en onze adviseurs beschikken over heel veel expertise en ondersteunen ons geweldig goed.

Een divers bestuursteam waarin verschillende meningen gehoord worden, kan betere besluiten nemen dan een bestuur waarin iedereen min of meer dezelfde meningen laat horen. Zonder wrijving geen glans. Discussies zorgen voor de benodigde wrijving met als resultaat betere besluiten: de glans! Ik vind het belangrijk dat er ook jongeren in de besturen zitten, zodat ook hun inbreng wordt meegenomen. Inclusie betekent voor mij dat iedereen in een organisatie of een bestuur zich thuis moet kunnen voelen, zichzelf mag zijn, authentiek dus, en de ruimte moet voelen om zich te kunnen laten horen.

Als mensen met een Turkse achtergrond, zoals ik, elkaar leren kennen, is de eerste vraag vaak 'Uit welke streek in Turkije kom je?' Dat is typisch een vraag om verbinding te zoeken. Want een volgende opmerking is dan al snel: 'Ik ken ook mensen die daar wonen', of 'Daar >

'Ik zoek altijd de uitdaging op en kies de moeilijkste weg als ik denk dat die het meest bij mijn normen en waarden past.'

‘Ik probeer altijd te zorgen dat mensen zich bij mij thuis voelen en dat ik authentiek ben. Zo nodig ik anderen uit om dat zelf ook te zijn.’

hebben ze toch dat geweldig lekkere gerecht?’ Ik ben overigens geboren en getogen in Nederland.

Het is mijn natuurlijke neiging om verbinding met mensen te zoeken. Ik spreek vier talen vloeiend – Turks, Nederlands, Engels en Spaans. Ook taal is vaak een ingang voor contact. Bijvoorbeeld als ik ontdek dat iemand anders ook Spaans spreekt. Ik probeer verder altijd te zorgen dat mensen zich bij mij thuis voelen en dat ik authentiek ben. Zo nodig ik anderen uit om dat zelf ook te zijn. Hopelijk breng ik daarmee een katalysator voor positieve verandering op gang.

Een belangrijk inzicht dat ik in mijn werk in de pensioensector heb opgedaan, is dat ik me niet moet laten afleiden door welke waan van de dag dan ook. Ik moet blijven focussen op het grotere plaatje en op de doelen voor de lange termijn. Van tijd tot tijd zal er ruis optreden, maar ook dan moeten we blijven focussen op waar we naartoe willen. Voor pensioen beleggen en pensioen beheren is sowieso een kwestie van de lange termijn. Dat Trump aan de macht is en grote schommelingen op de financiële markten veroorzaakt, is op een bepaald moment ook weer voorbij. We moeten het in de gaten houden, maar tegelijkertijd onze aandacht voldoende bij andere onderwerpen houden.

Mijn benoeming tot bestuurder bij BPL Pensioen vind ik zonder meer het belangrijkste moment in mijn loopbaan tot nu toe. Aanvankelijk beschouwde ik dit als iets onbereikbaars. Dat ik deze functie mocht gaan uitoefenen, werd de strik om het cadeau van werken in deze sector. Het leerde mij ook dat ik door hard werken veel kan bereiken. Dat geeft voldoening. Toen ik als onderdeel van het Pensioenlab-programma stage liep bij Pensioenfonds Horeca en Catering, voelde ik me eerlijk gezegd nog een broekie. Maar tijdens mijn stage bij Pensioenfonds Kappers had ik het geluk dat ze mij volledig lieten meedraaien met het bestuur, natuurlijk tot het moment waarop er besluiten moesten vallen of er gestemd werd. Maar ze vroegen op die momenten wel naar mijn mening! Zo maakte ik de processen van A tot Z mee. Wat daar ook goed werkte, was dat ik een buddy toegewezen had gekregen bij wie ik met mijn vragen terecht kon. Bovendien maakten ze me daar direct portefeuillehouder van een risicopreventie-onderzoek. Zo

kreeg ik goede bagage mee voor mijn bestuurslidmaatschap bij BPL Pensioen nu. Ook hier heb ik trouwens een begeleider die mij

wegwijs maakt bij het fonds. Ook mijn medebestuurleden helpen mij graag als ik vragen heb.

Ik wil andere jongeren meegeven dat het besturen van een pensioenfonds een heel mooi vak is. Als ze er meer over willen weten, dan kunnen ze mij benaderen. Ik help graag! Ik kan ook de opleiding van Pensioenlab van harte aanbevelen.

Ik ben nogal ambitieus. Mijn ambitie brengt mij op plekken waar ik anders niet geweest zou zijn, maar zet mij ook onder druk. Prestatiedruk: ik probeer altijd de beste versie van mijzelf te zijn en leg de lat daarbij hoog. Mijn grootouders zijn in de jaren zestig als gastarbeiders naar Nederland gekomen om een bestaan op te bouwen. Door hun harde werken en dat van mijn ouders sta ik nu waar ik sta. Daarom vind ik dat ik het allerbeste uit mezelf moet halen. Dat is mij ook wel met de paplepel ingegoten. Het betekent dat ik altijd de uitdaging opzoek en de moeilijkste weg kies als ik denk dat die het meest bij mijn normen en waarden past. Ja echt, mijn ambitie is een vloek en een zegen tegelijk. Maar met de tijd word ik er beter in om de juiste balans te vinden en vast te houden. Mijn man en mijn familie steunen en motiveren mij daarbij. Dat geeft mij de ruimte in mijn hoofd om mijn uitdagingen aan te durven. De grootste criticus van mezelf ben ik zelf.

Naast mijn werk heb ik een rijk sociaal leven. Ik ben graag in het gezelschap van mijn man en mijn familie en geniet van mijn neefje, dat kort geleden zijn eerste verjaardag vierde. Ik heb daarnaast een grote vrienden-groep. Steeds meer van mijn Spaanse vrienden zijn de afgelopen jaren gaan trouwen, waardoor ik regelmatig naar het buitenland ben gereisd om erbij aanwezig te kunnen zijn. Ik houd ook van lezen. Ter ontspanning bij voorkeur crime, thrillers. Ook rijd ik motor en sport ik graag. Mijn man, Nederlander van origine, heeft erop aangestuurd dat we thuis, ook voor familie, schoonfamilie en vrienden, weer vaker Turks koken. Dat wordt zeer gewaardeerd door familie en vrienden, want het brengt niet alleen heerlijke geuren en smaken in huis, maar ook herinneringen en verhalen die iedereen verbinden.’ ■

Pensioen: vast, variabel of verstandig?

Column van CFA Society Netherlands

De keuze tussen een vast of een variabel pensioen klinkt eenvoudig, maar vraagt om meer dan keuzevrijheid. Het vereist zorgvuldige begeleiding, transparantie en een ethisch kompas bij pensioenuitvoerders.

De discussie over het amendement van de partijen NSC en BBB – waarin deelnemers het recht krijgen voor hun opgebouwde pensioen te kiezen tussen een vaste of variabele uitkering – raakt aan de kern van het nieuwe pensioenstelsel. Maar de keuze tussen vast en variabel is niet enkel een financiële keuze, het raakt ook de ethische verantwoordelijkheid van pensioenuitvoerders richting hun deelnemers. De CFA Institute's *Standards of Professional Conduct* – met name de standaard voor *Duties to Clients* – bieden een belangrijk toetsingskader: hoe zorgen we dat deelnemers niet alleen keuzevrijheid krijgen, maar ook eerlijk, zorgvuldig en loyaal worden bediend?

Economisch gezien is het begrip 'vast' pensioen misleidend. Onder het huidige stelsel lijkt de uitkering bij pensioenfondsen gegarandeerd, maar eerdere jaren zonder indexatie en (dreigende) kortingen tijdens de financiële crisis in 2008 bewezen het tegendeel. De schijnzekerheid die geboden werd, kwam met verborgen risico's. Onder het nieuwe stelsel zijn deze risico's explicieter gemaakt: het variabele pensioen beweegt directer mee met behaalde rendementen, het vaste pensioen vereist dure zekerheidsconstructies, maar beide kennen onzekerheden.

De standaard 'Loyalty, Prudence and Care' vereist dat pensioenuitvoerders handelen in het belang van hun klanten – de deelnemers. Dit betekent dat ze hen niet alleen laten kiezen, maar hen ook begeleiden in het begrijpen van die keuze. Een 'vaste' uitkering kan gevoelsmatig aantrekkelijk zijn, maar is vaak economisch inefficiënt en kan in reële zin risicovol zijn op de lange termijn. Inflatie is immers onvoorspel-

baarder dan je denkt, zoals bleek in de afgelopen jaren. Deelnemers moeten dus worden beschermd tegen misvattingen, ook als die misvattingen voortkomen uit hun eigen voorkeuren.

Daarnaast vereist de standaard 'Fair Dealing' dat alle deelnemers – jong, oud, financieel onderlegd of niet – op eerlijke wijze toegang hebben tot begrijpelijke informatie en advies. In een complexe keuze tussen vast en variabel is transparantie cruciaal. Niet alleen over rendement, maar ook over risico's, kosten, duurzaamheid en wat 'vast' of 'variabel' in de praktijk betekent.

En dan de standaard 'Suitability': het principe dat een beleggingsoplossing moet passen bij de situatie, de risicohouding en de doelstellingen van de klant. Veel deelnemers willen geen maximale winst, maar een voorspelbaar inkomen na pensionering. Een strikt genomen variabel pensioen kan dan ongeschikt voelen, terwijl een zogenaamd 'vast' pensioen te duur of inflexibel blijkt. Tussen deze uitersten ligt de middenweg: stabiele uitkeringen met beperkte variatie, afgestemd op de risicobereidheid en het risicodraagvlak van deelnemers.

Een stabiel pensioen met oog voor koopkracht zien we dan ook terug in de transitie- en implementatieplannen van pensioenfondsen. Het risicoprofiel van het beleggingsbeleid wordt afgebouwd naar mate deelnemers ouder worden, in lijn met de uitgevraagde risicopreferenties. Verder zijn er onder het nieuwe pensioenstelsel vangnetten om tegenvallers op te vangen. Zoals het spreiden van rendementen over meerdere jaren. En de solidariteits- of risicodelingsreserve om de pensioenuitkering zo stabiel mogelijk te houden als het financieel tegenzit.

De economische én ethische les is helder: in plaats van 'vast' of 'variabel' hebben deelnemers behoefte aan een 'verstandig' pensioen. Een pensioenoplossing die stabiel genoeg is om op te kunnen bouwen en flexibel genoeg is om mee te kunnen bewegen. ■



Door **Jori Arts**,
Fiduciair Adviseur bij
PGB Pensioendiensten
en voorzitter van de
Asset Liability
Management
Committee en lid
van de Advocacy
Committee van CFA
Society Netherlands

Balansbeheer onder de Wtp

Door de Wet toekomst pensioenen vindt er een fundamentele wijziging plaats in het balansbeheer van een pensioenfonds. Hoe ziet dat eruit en wat betekent dit voor de verantwoordelijkheid van pensioenfondsbestuurders?

Door *Stefan Ormel*

Zoals bij elk bedrijf geven de balans en winst-en-verliesrekening goed inzicht in de financiële risico's. De overgang van het Financieel Toetsingskader (FTK) naar de Wet toekomst pensioenen (Wtp) markeert een fundamentele shift in het balansbeheer. Hoe ziet die eruit?

Onder het FTK wordt een (voorwaardelijke) uitkering toegezegd. Het eigen vermogen – of de buffer – van een pensioenfonds is gelijk aan het pensioenvermogen minus de kostprijs van de toekomstige uitkering. Dreigt het eigen vermogen onder het vereist eigen vermogen terecht te komen, dan krijg je met de toezichthouder te maken en moet er een herstelplan worden ingediend.

De belangrijkste factoren die het eigen vermogen onder het FTK beïnvloeden zijn:

- rentemismatch (verschil tussen rendement matchingportefeuille minus waardeverandering verplichtingen als gevolg van renteveranderingen).
- rendement op zakelijke waarden (minus financieringsrente).
- veranderingen in en resultaten op langlevensrisico's.

- premieresultaat (verschil tussen binnengekomen premie en kostprijs van de toegezegde pensioenuitkering).
- indexaties of kortingen.

Daarnaast hebben operationele resultaten een effect op het eigen vermogen, maar deze hebben onder het FTK veelal een relatief beperkte bijdrage ten opzichte van bovengenoemde effecten.

Voor pensioenfondsbestuurders is deze financiële opzet vanuit hun eigen verantwoordelijkheid bekeken vrij 'safe', aangezien de meeste factoren niet direct beïnvloedbaar zijn. Indien het eigen vermogen te laag wordt (of zelfs negatief), dan ligt dat waarschijnlijk aan de rendementen op de financiële markten, het feit

dat mensen langer leven, het feit dat de premie onvolgende was, of aan in het verleden te hoog toegekende indexaties. Bovendien werken de meeste effecten hetzelfde door bij andere pensioenfondsen, waardoor iedereen min of meer in hetzelfde schuitje zit.

Dit gaat wezenlijk veranderen onder de Wtp.

Fondsvermogen versus pensioenvermogen

Onder de Wtp komt er een expliciete scheiding tussen:

- **fondsvermogen:** het vermogen dat aangehouden wordt om de continuïteit van de pensioenuitvoering te garanderen (in feite het vermogen van de aanbieder van het pensioenproduct).
- **pensioenvermogen:** het vermogen dat bestemd is voor toedeling aan de deelnemers, inclusief solidariteitsbuffer en eventueel compensatie-depot (dus het pensioenproduct zelf).

Wat zijn in deze opzet de belangrijkste 'drivers' van veranderingen in het eigen vermogen? Wanneer komt een pensioenfonds in solvabiliteitsproblemen onder de Wtp?

De belangrijke drivers onder

het FTK hebben onder de Wtp geen enkel effect meer op het eigen vermogen van het pensioenfonds. Dat is namelijk het basisidee van een premie-overeenkomst: de uitkeringsrisico's komen bij de deelnemer terecht. De pensioenuitvoerder maakt dit voor de deelnemer nog wel inzichtelijk door het opgebouwde kapitaal om te rekenen naar een verwachte uitkering. Maar het effect op het eigen vermogen is nihil: beleggingen = toegezegd kapitaal = contante waarde uitkeringen.

Betekent dit dan dat het bestuur hier geen verantwoordelijkheid voor draagt? Natuurlijk wel! Het pensioenfonds is en blijft verantwoordelijk voor het realiseren van een deugdelijk financieel product. Hierbij speelt met name de aansluiting tussen de risicohouding, de investment beliefs, de toedelingsregels, de beleggingsstrategie en de beleggingsimplementatie een belangrijke rol. Daar kan een pensioenfondsbestuur als aanbieder van het pensioenproduct zeker op worden aangesproken. Maar de continuïteit van het fonds staat hierdoor niet meteen onder druk.

Dit laatste is pas het geval als het pensioenfonds (als

FIGUUR 1: BALANSBEHEER ONDER HET FTK



aanbieder van het pensioen-product) in de problemen komt doordat er een tekort ontstaat in het fonds-vermogen. Dit kan onder andere het geval zijn als:

- de daadwerkelijke uitvoeringskosten sterk afwijken van de kosten-voorziening die hiervoor is opgenomen.
- er fouten ontstaan in de uitvoering als gevolg van gebrekkige datakwaliteit.
- er hoge kosten zijn vanuit juridische procedures.
- er een negatief resultaat ontstaat op collectieve verzekeringen (bijvoor-beeld arbeidsongeschikt-heid).
- het fondsvermogen negatief rendeert.

Deze posten hebben in de basis niets te maken met de financiële risico's van het pensioenproduct zelf, maar met een beheerste en kostenefficiënte bedrijfs-voering. De kwaliteit van de bedrijfsvoering is derhalve key in het balansbeheer van een pensioenfonds onder de Wtp. Het bestuur van het pensioenfonds zal daarom van tevoren zeer goed moeten nadenken over een realistische inschatting van de uitvoeringskosten (en daar een voorziening voor aanleggen) en een realisti-sche inschatting moeten maken van de overige

operationele risico's (en daar een operationele reserve voor aanleggen). De aan-vaarding van de opdracht tot uitvoering van de pensioenregeling tegen een bepaald kostenniveau schept de nodige verant-wordelijkheid en zal dan ook weloverwogen moeten worden genomen.

Wat als er een tekort is?

Veel pensioenfondsen hadden bij het opstellen van hun transitie- of implemen-tatieplan het FTK nog in gedachten, waarbij alle tekorten uit de grote pot konden worden gefinan-cierd, bijvoorbeeld vanuit de solidariteitsbuffer. Die tijd lijkt toch echt voorbij. Zelfs al zou er een geitenpaadje worden verzonnen om dit tekort vanuit het pensioen-vermogen te financieren, dan heb je toch echt wel wat uit te leggen, zowel aan de toezichthouder, maar toch vooral aan je deelnemers.

Het alternatief? Teruggaan naar de werkgever (de sponsor) en aangeven dat je als bestuurder de opdracht tot uitvoering van de pensioenregeling toch iets te rooskleurig hebt ingeschat en nog extra financiering nodig hebt om de gaten te dichten? Dat zou kunnen, maar het is de vraag of de werkgever hierin meegaat.

Want laten we wel wezen, indien op dat moment een andere pensioenuitvoerder de opdracht wil uitvoeren en dat wil doen tegen lagere uitvoeringskosten, dan zou een overstap best een reële optie kunnen zijn.

Kortom

De opdracht voor pensioen-fondsbestuurders onder de Wtp is duidelijk: een deugdelijk pensioenproduct bieden op basis van een beheerste en efficiënte bedrijfsvoering. Vooral dat laatste werkt onder de Wtp direct door in de solva-biliteit van het pensioen-fonds. Om dit goed te kunnen managen is vereist dat bestuurders inzicht hebben in alle financiële en ook niet-financiële risico's, en in de uiteindelijke resultaten hiervan. Het pensioenfonds dat de meest efficiënte, foutloze pensioen-uitvoering kan bieden en de bijbehorende risico's kan inschatten, beheren en beprijzen, zal de grootste kans hebben om te over-leven in de komende consolidatieslag. ■

Disclaimer
Dit document is uitsluitend ter informatie en als marketing bedoeld en kan in geen geval worden beschouwd als leidraad of investeringsadvies. Het is alleen bedoeld voor professionele beleg-gers en niet te gebruiken voor of te overhandigen aan particuliere beleggers. Dit document vormt geen aanbod of uitnodiging tot een opdracht om effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch om investeringsad-vies of investeringsdiensten te verstrekken. Al-hoewel a.s.r. de grootste zorgvuldigheid in acht heeft genomen bij het opstellen van dit docu-ment wordt iedere aansprakelijkheid ten aanzien van de juistheid, volledigheid, actualiteit van dit document van de hand gewezen.



Stefan Ormel

Client Solutions Manager,
a.s.r. vermogensbeheer

IN HET KORT

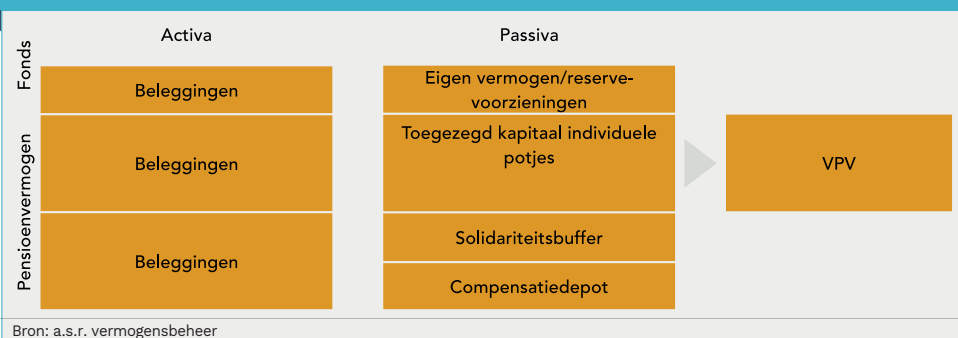
De Wtp zorgt voor een duidelijke scheiding tussen fondsvermogen en pensioenvermogen.

Fondsvermogen omvat reserves en voorzieningen van de pensioenaanbieder. Pensioenvermogen betreft het pensioenproduct zelf.

Fondsvermogen is essentieel voor de solvabiliteit en toekomstbestendigheid van het pensioenfonds.

Bestuurders moeten risico's en resultaten rond het fondsvermogen zorgvuldig in kaart brengen. Dit is nodig om verantwoording af te leggen aan stakeholders.

FIGUUR 2: BALANSBEHEER ONDER DE WTP



Energietransitie vraagt lef, kapitaal én richting

Door Manno van den Berg Fotografie Cor Salverius Fotografie



Infrastructuur op het gebied van transport, energie en water staat voor een grote verduurzamingsopgave. Er is een 'coalition of the willing', waarbinnen private partijen steeds vaker het voortouw nemen. Maar wie betaalt de rekening? Hoe investeer je slim in de energietransitie? En wat is de rol van kern-energie? Investeerders en experts bogen zich over deze en andere vragen in een rondetafelgesprek, onder leiding van Rishma Moennasing.

We kunnen de geopolitieke ontwikkelingen niet negeren, dus laten we daarmee beginnen. We hebben allemaal de onrust gezien op de financiële markten. Wat betekent Trump in het Witte Huis voor Green Infrastructure?

Bart van Merriënboer: 'De presidentiële besluiten van Donald Trump over energie zijn minder ingrijpend dan men denkt. Het gaat er vooral om hoe de federale overheid omgaat met hernieuwbare energie. De importtarieven zijn een ander verhaal. Die kunnen de investeringsbereidheid van onze klanten beïnvloeden. Willen zij nog wel investeren in de VS? Zullen die tarieven de rendementen aantasten? Dat is nog onduidelijk.'

Duncan Hale: 'Er is tegenwind in de VS, vooral rond offshore wind en de onshore windprojecten die op federaal land staan. Maar in bredere zin zien we dat er nog steeds wordt gebouwd. Er vinden nog steeds transacties plaats, zeker in operationele assets.'

Remko van der Erf: 'Uiteindelijk zijn marktontwikkelingen bepalend, niet Trump. De offshore windmarkt in de VS is getroffen door Trumps bevel tot intrekking van vergunningen, maar dit bevel raakt slechts zo'n 4% van de onshore windprojecten in de VS. Niet enorm dus. In Europa zie je juist dat het belang van

hernieuwbare energie en energiezekerheid door het Amerikaanse beleid alleen maar toeneemt.'

Lena Doan: 'Onze energie-infrastructuur creditstrategie is vooral gericht op Noord-Amerika en Europa. Wij kijken met een langetermijnblik en geloven dat er ondanks het politieke rumoer nog steeds volop kansen zijn voor aantrekkelijke investeringen in hernieuwbare energie. Er is een groeiende vraag naar elektriciteit door elektrificatie, AI en datacenters. Als je onafhankelijk bent van federaal land of federale belastingvoordelen, zoals bij zonne-energieprojecten voor energiedistributie in lokale gemeenschappen, kunnen mensen nog steeds profiteren van goedkopere, duurzame energie. Zeker in tijden van inflatie en stijgende rentes wil iedereen graag minder betalen voor zijn stroomrekening.'

Mark Gilligan: 'De kosten van zonne-energie en wind zijn nu lager dan die van welke fossiele brandstof ook, inclusief gas. Amerika heeft een enorm voordeel in wind en zon, maar keert zich daar nu vier jaar lang van af. Europa moet zelfvoorzienend worden in energie en is daar ook mee bezig, met behulp van goedkope zonnepanelen en batterijen uit China. De chaos in het Witte Huis zorgt er juist voor dat de Europese Unie gesterkt wordt in dit beleid. Een reden om je op Europa te richten.'

Is dit dan het moment voor Europa om nog meer in te zetten op groene infrastructuur en de energietransitie?

Friso Verveld: 'Europa kan het voortouw nemen in de energietransitie nu de VS een stap terug doet. Er ligt een enorme kans om toeleveringsketens naar Europa te halen en zo minder afhankelijk te worden van de rest van de wereld. Maar dat zou de kosten kunnen verhogen, wat haaks staat op het doel om duurzamer te worden. Goedkope elektriciteit is cruciaal als je industrieën wilt verduurzamen, via elektrificatie of de overstap op waterstof.'

Angeles Toledo: 'Dit is zeker het moment voor Europa! Ondanks de onzekerheid in de VS en de kans dat kosten voor groene infrastructuur toenemen, biedt Europa aantrekkelijke kansen. Europa blijft koers >

Voorzitter:

Rishma Moennasing,
Rabobank

Deelnemers:

John Carey,
L&G
Lena Doan,
Nuveen
Remko van der Erf,
Intermediate Capital Group (ICG)
Mark Gilligan,
AXA IM Alts
Duncan Hale,
Schroders Greencoat
Bart van Merriënboer,
a.s.r. real assets investment partners
Angeles Toledo,
Achmea Investment Management
Friso Verveld,
EY



VOORZITTER

Rishma Moennasing

Rishma Moennasing is Lead Investment Funds & Mandates bij Rabobank Investment Office en is als projectleider SFDR, Mifid ESG en EU groene taxonomie verantwoordelijk voor de implementatie van alle groene EU-regels voor beleggingen. Ze werkt sinds 2008 bij de Rabobank en had daarvoor een vergelijkbare functie bij ABN AMRO Private Banking & Asset Management. Ze is tevens actief voor de VBDO.



John
Carey

John Carey leidt het Infrastructure Debt-team van L&G Real Assets in Europa. Voordat hij daar in mei 2023 in dienst trad, werkte hij bij IFM Investors. Daarvoor bekleedde hij sinds 2001 een aantal functies in de infrastructuursector bij respectievelijk Barclays, KPMG en Moody's op het gebied van bankieren, advies en kredietratings.



Lena
Doan

Lena Doan is Managing Director Energy Infrastructure Credit bij Nuveen. Ze heeft ervaring in investeringen binnen kapitaalstructuren, energiemarkten en beheersvennootschappen. Voordat ze bij Nuveen in dienst trad, werkte ze bij HPS Investment Partners in privaat krediet en hernieuwbare energie. Daarvoor was ze actief bij Carlyle en bij Denham Capital. Ze begon haar carrière in investment banking bij Citi, en later als Trader bij Calpine.



Remko
van der Erf

Remko van der Erf is Managing Director bij Intermediate Capital Group (ICG) en verantwoordelijk voor de Benelux-regio. ICG financiert sinds 1989 middelgrote Europese bedrijven en zette in 2018 een Europese Infrastructuur Equity-strategie op, gevolgd door een strategie gericht op de regio Azië-Pacific in 2022. Van der Erf heeft in zijn carrière ruime ervaring opgedaan in alternatieven bij Robeco en Van Lanschot Kempen.



Mark
Gilligan

Mark Gilligan is verantwoordelijk voor het infrastructuur equity-platform van AXA IM Alts. De beleggingsstrategie is gebaseerd op de overtuiging dat klimaatverandering het grote probleem van deze eeuw is en richt zich op het ontwikkelen, bouwen en exploiteren van infrastructuur die geschikt is voor of aanpasbaar is aan een duurzame 'net zero' wereld. Belangrijke thema's voor de strategie zijn decarbonisatie, elektrificatie en digitalisering.



Duncan
Hale

Duncan Hale werkt sinds 2022 bij Schroders Greencoat. Hij werkt binnen de private markets business, met een bijzondere focus op het managen van Schroders Greencoat's productaanbod in de vermogensbeheer- en defined contribution-markt. Voordat Hale bij Schroders Greencoat in dienst trad, werkte hij bij WTW, waar hij leiding gaf aan hun secure income capability.



Bart
van Merriënboer

Bart van Merriënboer is Senior Portfoliomanager Infrastructuur bij a.s.r. real assets investment partners. Sinds 2007 houdt hij zich bezig met de selectie, monitoring en implementatie van vermogensbeheerders en portefeuilleconstructie en -beheer voor institutionele beleggers. Van Merriënboer is ruim 30 jaar werkzaam in de financiële industrie, ooit begonnen met derivaten en fixed income, en via aandelen en hedge funds nu werkzaam op het gebied van private assets.



Angeles
Toledo

Angeles Toledo is werkzaam bij Achmea Investment Management en is een ervaren impactbelegger en adviseur voor pensioenfondsen. Tot voor kort was ze Hoofd van het ESG en Impact Investments-team bij Blue Sky Group. Daarvoor werkte ze als Fondsmanager van het Triodos Groenfonds. Toledo is meerdere keren genomineerd voor de Top 50 Women in Sustainable Finance in the Netherlands.



Friso
Verveld

Friso Verveld is Partner bij EY. Hij zet zijn expertise in projectfinanciering en investeringen in duurzame energie in om financieringen te faciliteren voor duurzame infrastructuur en de energietransitie. Hij richt zich op het creëren van win-win situaties voor alle betrokken partijen, met als doel de groene economie te versnellen.

‘We geloven dat er ondanks het politieke rumoer nog steeds volop kansen zijn voor aantrekkelijke investeringen in hernieuwbare energie.’

houden richting net zero. Je ziet dat Nederlandse pensioenfondsen zelfs hun allocatie naar de energietransitie verhogen. Onder het nieuwe pensioencontract kunnen fondsen bovendien mogelijk meer in illiquide markten beleggen.'

Verveld: 'Een sterk en duurzaam eco-systeem in Europa biedt kansen op het gebied van werkgelegenheid en voor kapitaalverschaffers. Er is vraag naar duurzamere producten in de hele keten. Dat zou uiteindelijk tot een hoger welvaartsniveau moeten leiden.'

Hale: 'Europa is aantrekkelijk. De rendementen en kansen die we vandaag in Europa zien, zijn veel beter dan drie jaar geleden. Er zijn minder kopers in de markt en dat creëert unieke kansen voor strategische investeringen.'

Europa is bezig met energie-onafhankelijkheid en herbewapening. Zien jullie daar kansen voor beleggers?

Toledo: 'Eigen energievoorziening is absoluut noodzakelijk – en dat creëert beleggingskansen. En het wordt nog aantrekkelijker als Europa competitiever en efficiënter wordt. Hopelijk is met de Omnibus-regeling het rapporteren vereenvoudigd. Het uitstellen van de CSRD zal bedrijven helpen om prioriteiten te stellen, maar het sturen richting meer duurzaamheid moet wel op koers blijven.'

Hale: 'Energiezekerheid is cruciaal. Grote investeringen in Europese defensie hebben weinig zin als je nog steeds afhankelijk bent van gas van vijandige landen of onbetrouwbare bondgenoten. Dit gaat leiden tot meer investeringen in energiezekerheid, zowel in duurzame energie als in batterijtechnologie.'

Gilligan: 'Het is fascinerend hoe snel de term 'onbetrouwbare bondgenoten' door iedereen aan tafel wordt begrepen. Er is in korte tijd veel veranderd.'

Van Merriënboer: 'Zijn we in Nederland niet ook een beetje hypocriet? We zijn gestopt met Russisch gas, maar importeren nu uit de VS, waar het via fracking wordt gewonnen – niet bepaald milieuvriendelijk. We zouden hier in Nederland ons eigen aardgas kunnen produceren, met minder

milieuschade. Maar dat willen we niet in onze achtertuin. Energieonafhankelijkheid blijft een lastig pad, al zijn er nog veel onbenutte mogelijkheden.'

Welke risico's moeten investeerders meewegen bij investeringen in groene infrastructuur?

Toledo: 'Voor pensioenfondsen wordt het steeds belangrijker om risico's te mitigeren en negatieve impact te vermijden. Niet alleen omdat je het juiste wilt doen, maar ook omdat Europese regelgeving de dubbele materialiteit verplicht stelt: zowel goed doen als geen schade aanrichten. Denk aan negatieve impact op biodiversiteit, flora en fauna, maar ook aan sociale effecten, bijvoorbeeld de werkomstandigheden, het land waar projecten worden gebouwd, en het betrekken van omwonenden van wind- of zonneparken. Ook circulariteit is belangrijk, met de juiste recycling van windturbines en panelen.'

Van Merriënboer: 'Risico's moeten worden beoordeeld en beperkt, ook in de toeleveringsketen. Er zijn nog steeds plekken in de wereld waar dwangarbeid wordt ingezet om grondstoffen te delven die in zonnepanelen terechtkomen. Je moet dus helemaal terug naar het mijnbedrijf aan het begin van de keten.'

Gilligan: 'Wij denken heel zorgvuldig na over wat er de komende 25 jaar moet gebeuren met elk van onze assets om echt naar nul uitstoot te gaan. Dat betekent ook dat we risico's moeten nemen, bijvoorbeeld op het gebied van CO₂-afvang en -opslag. Niet als oplossing voor de fossiele industrie, maar wel als noodzaak voor een circulaire economie, zoals bij waste-to-energy installaties, die moeilijk te verduurzamen zijn.'

Er zijn asset managers die dierenrechtenspecialisten in dienst hebben. Fascinerend. Hoe kijk je dan naar biodiversiteitsrisico's?

Hale: 'Als je veel wind- en zonneparken bezit, beschik je over veel land. Dan is biodiversiteit extra belangrijk. In het VK is er nu een stimulerend beleid. Er komt mogelijk snel een systeem waarin je inkomsten kunt genereren via biodiversity net gain, zoals het terugbrengen van wilde natuur of het aantrekken van bijen. Je moet biodiversiteits->

‘Er ligt een enorme kans om toeleveringsketens naar Europa te halen en zo minder afhankelijk te worden van de rest van de wereld.’

risico's al meenemen in je modellen vóór je een asset koopt. Doe je dat niet, dan word je daar over vijf of tien jaar alsnog toe gedwongen.'

John Carey: 'We waarderen infrastructuur vanwege het cruciale karakter ervan in het dagelijks leven, maar daar hoort ook rentmeesterschap bij. Dat staat nu volop in de belangstelling van media, politici en toezichhouders: leveren eigenaren van infrastructuur echt die langetermijnstrategie waar ze zich toe verbinden?'

Van der Erf: 'Het mooie aan biodiversiteit is dat je het kan verbeteren. In een van de Britse zonneparken dat door een bedrijf uit onze portefeuille wordt beheerd, zijn de flora en fauna hersteld en zijn dieren

teruggekeerd naar het gebied. Dat is een duidelijk positief effect. Ik kan me nauwelijks voorstellen dat er nog investeerders zijn die biodiversiteit niet als onderdeel van hun businessplan meenemen.'

Toledo: 'Europa loopt echt voorop, zowel in biodiversiteit als op het vlak van de do-no-harm-principes. Maar er is nog veel werk te doen, er zijn

nog steeds veel asset managers die dit niet doen.'

Hale: 'Een duurzaamheidsrisico dat we nog niet besproken hebben, is de veiligheid van werknemers. Wij beheren energiecentrales en dat zijn nu eenmaal risicovolle omgevingen. Het is moreel gezien een plicht om je mensen veilig te kunnen laten werken. Maar er is ook een financiële kant: een ongeval is de snelste manier om een centrale stil te leggen. Dit risico staat bij ons bovenaan de agenda in alle bestuursvergaderingen.'

Er zijn ook risico's bij de bouw van infrastructuur, zoals prijsstijgingen van materialen. Hoe gaan jullie daarmee om?

Doan: 'We hebben gezien dat bedrijven spullen van tevoren hebben ingekocht en opgeslagen in de VS om te anticiperen op de invoerheffingen. Maar net als met de

inflatie tijdens Covid en de toenmalige druk op wereldwijde toeleveringsketens, zullen bedrijven waarschijnlijk bij veel off-take-contracten opnieuw moeten onderhandelen vanwege hogere kosten. Je ziet nu ook meer contracten met beschermingsclausules tegen verwachte importtarieven.'

Van Merriënboer: 'Een van de grootste risico's voor projecten is de aansluiting op het net. Is het überhaupt mogelijk om de stroom via het net bij de afnemers te krijgen? Overdag is er een piekproductie bij hernieuwbare energie. Dat speelt niet alleen in Nederland, maar wereldwijd. Die onbalans in het net is een van de grootste uitdagingen.'

Kunnen beleggers daarin niet juist een rol spelen, door in dat net te investeren?

Van Merriënboer: 'De simpele oplossing is energieopslag, bijvoorbeeld via batterijen. De kosten daarvan zijn flink gedaald, dus het is economisch gezien aantrekkelijk geworden om daarin te investeren. Maar het net zelf? Dat blijft lastig. Het wordt grotendeels nog door overheden of semi-overheidsinstanties beheerd, en daar direct in investeren, is moeilijk. Maar aan de achterkant van het net – 'behind the meter' – zijn er wel mogelijkheden, bijvoorbeeld via efficiëntieoplossingen die de vraag naar netcapaciteit kunnen verlichten. Daar kunnen wij als investeerders iets in betekenen.'

Gilligan: 'De grote uitdaging bij natuurlijke monopolie-infrastructuren zoals netbeheerders en waterbedrijven is dat het reguleringsmodel nog uit de twintigste eeuw stamt. Het is ontworpen om de capaciteit in stand te houden en een beetje te laten groeien. Maar nu zijn er enorme investeringen nodig om te verduurzamen. Dat vereist lastige boodschappen aan de consument – maar geen enkele politicus durft die te brengen. Als we schone rivieren en betere dienstverlening willen, is een tariefstijging van 50% tot zelfs 100% nodig. Het huidige reguleringssysteem, althans dat in het VK, is ongeschikt voor grote transitie zoals de energietransitie en hogere eisen rond biodiversiteit en schoon water.'

Carey: ‘Betaalbaarheid wordt een belangrijk aspect – en dat op een moment dat de investeringsbehoefte erg hoog is. Er zijn wel mogelijkheden om hier vooruitgang te boeken, al zijn ze nog niet structureel. Neem bijvoorbeeld het net: er zijn geprivatiseerde netwerken en er zijn zelfstandige projecten. Daarmee kun je veel infrastructuur realiseren, met goede discipline en beheersbare uitvoeringsrisico’s. Ik zie geen belemmering om privaat kapitaal aan te trekken en in te zetten – of dat nu via debt of equity gebeurt. De echte vraag is: wie gaat er uiteindelijk voor betalen? Dat is op dit moment lastig, gezien de hoge kosten van levensonderhoud en de krappe overheidsbudgetten.’

Gilligan: ‘In het VK zie je nu dat waterbedrijven tijdens de reguleringsrondes expliciet in de media zeggen: ‘Wij willen méér doen, maar de toezichthouder staat het niet toe.’ Misschien is dat een eerste teken van meer betrokkenheid, maar het blijft een lastig gesprek. Uiteindelijk zijn er maar twee groepen die kunnen betalen: de huidige generatie of de volgende.’

Van der Erf: ‘Wat ik interessant vind, is dat jullie zeggen: we kunnen het doen, het private kapitaal is er... maar niemand wil de rekening betalen.’

Carey: ‘Kijk naar digitale infrastructuur: daar is een duidelijke vraag naar vanuit gebruikers en ook een bereidheid om ervoor te betalen. Daarom zie je daar veel investeringen. In andere sectoren lijkt de betalingsbereidheid – of het nu gaat om overheidssteun of gebruikersbijdragen – veel beperkter.’

Wat is het beste kanaal om te investeren in groene infrastructuur? Publieke of private markten? Je kunt in fysieke assets stappen, maar zijn leningen niet ook interessant?

Doan: ‘Private credit is volgens mij dé manier om in infrastructuur te beleggen. Het biedt een aantrekkelijke risicorendementsverhouding met lagere wanbetalingspercentages en verliezen dan corporate credit. We bedingen voorwaarden en bouwen structurele bescherming in via operationele en financiële convenanten.

Veel van deze projecten zijn gehedged, via off-take-contracten of via grondstoffen-hedges. Bovendien profiteren beleggers van de zekerheid van onderpand in fysieke vaste assets. Ze ontvangen rente-inkomsten en zijn voor hun rendement niet afhankelijk van een exit.’

Hale: ‘Voor de energietransitie hebben we zowel debt als equity nodig. We hebben investeerders nodig die in de risicovolle ontwikkelfase willen investeren, maar ook investeerders die willen instappen in operationele projecten die langetermijnkasstroom opleveren.’

Van der Erf: ‘Wat betreft de discussie publiek versus privaat: privaat opent een heel nieuw universum van bedrijven waar je in de publieke markten geen toegang toe hebt. Je krijgt dus meer spreiding als je in beide kunt investeren. In de private markt vind je vaak bedrijven in een vroege fase, met hogere groeipotentie en mogelijk hogere rendementen, maar ook met meer risico. In de publieke markt zitten doorgaans meer gevestigde bedrijven, met meer liquiditeit – dus dat wordt vaak als minder risicovol gezien. In de private markt kun je ook echt impact genereren, door iets nieuws te bouwen in plaats van iets te kopen dat al door iemand anders is gebouwd.’

Toledo: ‘Vanuit het perspectief van impactbeleggen zien we zeker veel toegevoegde waarde in de private markten, met partijen die de positieve intentionaliteit en meetbaarheid van impact laten zien. Beursgenoteerde beleggingen kunnen ook waardevol zijn, maar private markten kunnen een grotere positieve impact realiseren en zijn actiever in het mitigeren van duurzaamheidsrisico’s.’

Waarom zouden beleggers in infrastructuur debt moeten investeren?

Carey: ‘Als je kijkt naar de nieuwe infrastructuur die gebouwd moet worden, dan zal voor een optimale kapitaalstructuur meer dan de helft van het kapitaal van leningen moeten komen. Zulke leningen kunnen stabiele rendementen bieden, zeker in het sub-investment-grade segment.’

Gilligan: ‘We zien nog steeds veel liquiditeit, zowel aan de lending- als aan de equity-kant. >

Wij verstrekken ook leningen, vooral vanwege de lange looptijden. Voor klanten die zoeken naar vastrentende of variabele instrumenten is het aantrekkelijk om toegang te krijgen tot lening-tranches met looptijden van 10 tot 20 jaar. Daarmee kunnen ze langlopende verplichtingen afdekken.'

Toledo: 'Pensioenfondsen zoeken naar beleggingen met een lager risicoprofiel, met een langetermijnhorizon en een zekere mate van liquiditeit. Vanuit dat perspectief zijn leningen aantrekkelijk, want je financiert projecten in de operationele fase – en die fase kent doorgaans stabiele kasstromen.'

Van der Erf: 'Maar hoe kijken jullie aan tegen additionaliteit, als je praat over impact bij infra-debt?'

Toledo: 'Goede vraag. Voor impact heb je in de basis de aandeelhouders nodig. Aandeelhouderschap is dé manier om sturing te geven, omdat je als eigenaar meer invloed hebt en best practices kunt implementeren. Maar ook met leningen kun je impactdoelstellingen stellen en daarop sturen.'

Carey: 'Ook via leningen kun je invloed uitoefenen. Zeker bij projectfinanciering of sterk gestructureerde corporate finance zie je dat kredietnemers gaandeweg aanpassingen of waivers nodig hebben. Dan heb je als verschaffer van vreemd vermogen een stem. Soms zijn lenders misschien iets te bescheiden over hun rol voor de lange termijn.'

Doan: 'Binnen private credit heb je zeker goede mogelijkheden voor actieve betrokkenheid. Wij nemen bijvoorbeeld KPI's op in onze leenovereenkomsten: doelen op het gebied van de vermindering van broeikasgasuitstoot of de verbetering van de veiligheid van werknemers. En we zorgen ervoor dat we nauw samenwerken met de private-equitysponsors bij het bereiken van duurzame doelen.'

De aandacht ligt nog sterk op energieopwekking. Wat zijn de volgende investeringskansen voor institutionele beleggers die willen bijdragen aan de energietransitie?

Van der Erf: 'Het hele ecosysteem rond decarbonisatie gaat veel verder dan alleen

hernieuwbare energie. Een van de meest effectieve manieren om energie-onzekerheid te verminderen is energiebesparing. Daarin kun je investeren. Als je slimme meters installeert bij mensen thuis, gaan ze minder energie gebruiken.'

Verveld: 'Er liggen veel kansen buiten de energieopwekking. De energietransitie draait in de kern om een enorme systeemverandering die investeringsmogelijkheden creëert in de hele waardeketen. Batterijopslag is een voor de hand liggende optie. Netten zijn lastiger om kapitaal in te steken. Maar als je kijkt naar de vraagzijde, zie ik veel investeringskansen bij industriële bedrijven die moeten verduurzamen. Als zij dat volledig zelf zouden moeten financieren, wordt dat enorm uitdagend.'

Van Merriënboer: 'Behalve in de opwekking van duurzame energie zien we genoeg kansen in bijvoorbeeld 'smart meters', energieopslag met waterstof en ammonia, en verduurzaming van transport. Dat laatste kan ook breder door aan logistiek vastgoed oplaadfaciliteiten voor vrachtovervoer te koppelen. Deze oplaadpunten worden gevoed met duurzame energieopwekking en batterijopslag.'

Gilligan: 'Wees voorzichtig met datacenters als je op zoek bent naar cash yield. Wij hebben een groot platform voor datacenters gehad en dat uitgebreid van 6 naar 35 datacenters tot we het verkochten. Dit leverde een prachtige waardegroei op, maar vereiste ook kapitaalinjecties om aan de vraag van hyperscale klanten te kunnen voldoen. In Europa en Noord-Amerika is zo'n 40% van de huidige dealflow gerelateerd aan datacenters. Het wordt interessant om te zien hoe beleggers met die yield-uitdaging omgaan.'

Carey: 'Toch is het een kans die je als creditbelegger eigenlijk niet kunt laten liggen. Het is een bijzonder interessante sector vanwege het langlopende investment grade profiel. Ik begrijp het punt over equity, maar voor debt is het echt een ander spel.'

Gilligan: 'Dat was inderdaad onze oplossing; we verkochten het bedrijf en financierden vervolgens de koper.'

Blijven klanten om impact vragen, om Artikel 9-beleggingen?

Toledo: ‘Zeker, er is een duidelijke trend richting meer impact met expliciete intentie en meetbaarheid. Die intentie ontbrak doorgaans. Artikel 9 is een goed startpunt en heeft veel betekenis, maar is niet alles. Beleggers moeten goed inhoudelijk onderzoeken waar de labels van Artikel 8 of 9 voor staan, om greenwashing te voorkomen.’

Van der Erf: ‘In Nederland neemt de wens om impact te maken alleen maar toe. Buiten Nederland zie je die focus veel minder. Beleggers hebben vaak hun eigen kader en willen portefeuilles classificeren op basis van de EU-taxonomie. Maar dat is behoorlijk lastig. We zouden daarin geholpen worden door de CSRD, maar die verplichting is nu met twee jaar uitgesteld. Bedrijven hoeven die data dus nog niet aan te leveren, en dat helpt niet.’

Gilligan: ‘Artikel 8-fondsen hebben in de praktijk vaak meer impact. Wat ik zie bij vrijwel al onze klantgroepen, is dat niemand bereid is om 300 basispunten rendement in te leveren voor meer impact. Ze willen dat de financiële argumenten leidend zijn, ondersteund door ESG-elementen. Maar onze strategie is heel helder: elke asset die we kopen, moet een geloofwaardig pad naar real zero vóór 2050 hebben.’

Doan: ‘Wij investeren in duurzame infrastructuur én energiezekerheid. Het hangt af van wat de klant wil. We hebben een opt-out op het gebied van midstream infrastructuur en LNG, als beleggers niet in deze subsectoren zijn geïnteresseerd. Rendement is belangrijk, maar het draait er ook om hoe je de energietransitie ondersteunt via actief engagement met de bedrijven in je portefeuille. Veel beleggers geven om dezelfde dingen, maar geven er op verschillende manieren uiting aan.’

Investeren jullie in nieuwe technologie, of wachten jullie tot het zich bewezen heeft?

Carey: ‘Je moet goed opletten hoeveel technologierisico je wilt accepteren. Er is veel enthousiasme rond clean tech, maar technologieën in een zeer vroeg stadium zijn in mijn ogen nog geen infrastructuur-

assets, maar vallen onder venture growth of private equity growth. Kijk naar de afgelopen 25 jaar: investeerders namen risico's met onbewezen technologieën, bijvoorbeeld in de afvalverwerking, en dat pakte vaak slecht uit.’

Toledo: ‘Kies je voor schaalbaarheid of voor innovatie? Dat zijn verschillende risicoprofielen. Vaak komen we tot de conclusie dat schaalbaarheid meer impact toevoegt en minder risicovol is. Natuurlijk zijn er pensioenfondsen die bereid zijn om meer risico te nemen en te investeren in innovatie, maar dat vergt een langere adem.’

Hoe zien jullie de rol van kernenergie?

Hale: ‘Wij geloven zeker dat kernenergie een grote rol gaat spelen in de energietransitie. Het zijn echter wel zeer langlopende trajecten, waardoor ze alleen geschikt zijn voor een specifieke groep investeerders. In brede mandaten investeren we meestal niet in kernenergie, vooral omdat het een emotioneel onderwerp is. De systematische waarde van kernenergie moet echter niet onderschat worden.’

Van der Erf: ‘Wat ik interessant vind, is dat veel investeerders persoonlijk vóór kernenergie zijn, maar hun RI-beleid kernenergie nog steeds uitsluit.’

Van Merriënboer: ‘Ik denk dat we nog steeds één risico onderschatten: de opslag van kernafval. Daar is nog steeds geen echte oplossing voor. Maar het debat is aan het verschuiven. Ook wij zien kernenergie als een belangrijke schakel in de energietransitie, vooral voor de baseload-capaciteit. Er zijn echter nog maar weinig investeringen, mede door de extreem lange looptijd.’

Toledo: ‘Er is een mentaliteitsverandering gaande. Kernenergie is nodig, maar het blijft op dit moment waarschijnlijk nog een brug te ver voor veel pensioenfondsen.’

Carey: ‘Er is nog een lange weg te gaan om de toeleveringsketens en expertise opnieuw op te bouwen. Zelfs in de VS zijn er de afgelopen decennia maar weinig kerncentrales bijgekomen. Het is dus een ingewikkeld investeringsverhaal. Kernenergie heeft bovendien veel overheidssubsidies nodig.’

>

Er wordt volop geïnvesteerd in AI. AI vraagt om datacenters, die weer veel energie verbruiken. Is dat voor jullie ook een investeringskans?

Van Merriënboer: 'Dit is een van de belangrijkste trends naast de energietransitie: de digitalisering gecombineerd met AI. Het datagebruik, zelfs thuis, is de afgelopen jaren geëxplodeerd. We willen overal en altijd toegang tot Netflix. Dat vereist enorm veel capaciteit via datacenterinfrastructuur. Is het een hype? Misschien deels. Maar het is een te goede kans om te laten liggen.'

Toledo: 'Ik denk dat AI de energietransitie zal versnellen. We zien nu al projecten waarin AI wordt ingezet om processen efficiënter te maken: bij contractbeheer, in grid-management. Wel moeten we alert blijven op de negatieve effecten op het milieu en de sociale gevolgen, bijvoorbeeld voor de werkgelegenheid. En wat zijn de risico's en hoe blijven we in control als algoritmes meer gaan bepalen?'

Verveld: 'Als je kijkt wat AI-modellen nu kunnen, vergeleken met een, twee of drie jaar geleden, dan zie je meer dan exponentiële groei. Dat vraagt om een maatschappelijk debat over de risico's. Wat is de strategie van de overheid? Hoe gaat dit ons beïnvloeden en welke waarborgen zijn er nodig?'

Hale: 'AI zorgt voor een groeiende tweedeling tussen groene en bruine stroom. De toenemende vraag naar energie vanuit datacenters richt zich vooral op groene stroom. Voor het eerst zien we echt een prijsverschil ontstaan tussen groene en bruine energiecontracten voor de lange termijn.'

Wat is jullie toekomstbeeld van groene infrastructuur?

Toledo: 'Wij zien nog steeds veel kansen binnen de energietransitie. Tegelijkertijd moeten ESG en duurzaamheid bovenaan de agenda blijven staan. Vanuit het perspectief van impactbeleggen zien we dat dit domein alleen maar verder zal groeien.'

Doan: 'Er liggen veel investeringskansen in de energietransitie, over de hele breedte van de kapitaalstructuur. Maar of het nu om duurzame energie, energie-efficiëntie

'Het datagebruik, zelfs thuis, is de afgelopen jaren geëxplodeerd. Is het een hype? Misschien deels. Maar het is een te goede kans om te laten liggen.'

of batterijopslag gaat, leningen zullen een grote rol spelen.'

Hale: 'Traditioneel zijn grote institutionele beleggers de belangrijkste investeerders in deze sector. Maar met de opkomst van semi-liquide structuren kunnen nu ook vermogende particulieren direct investeren in energietransitieprojecten.'

Van der Erf: 'De aantrekkelijkheid van infrastructuur als beleggingscategorie zal toenemen. We leven in een tijd van hoge inflatie, geopolitieke onzekerheid, haperende toeleveringsketens en spanningen in de wereldhandel. Infrastructuur biedt niet-cyclische kasstromen en voorspelbare, laag-volatiele rendementen. Dit is echt een sector om kapitaal aan het werk te zetten.'

Carey: 'De kapitaalbehoefte voor nieuwe infrastructuur is enorm – zowel in equity als in debt. Veel banken worden selectiever in het verstrekken van langlopende leningen en institutionele beleggers worden steeds belangrijker als langdurige kapitaalverstrekkers. We zien ook meer platforms ontstaan die de allocatie verschuiven van beursgenoteerde aandelen en obligaties naar private marktinstrumenten. Vooral voor DC-pensioenkapitaal ontstaan er kansen in de private markt.'

Van Merriënboer: 'Als beleggingscategorie heeft het zich bewezen als robuust, ook in tijden van onrust.'

Verveld: 'De macro-economische drijfveren voor infrastructuur blijven ijzersterk. Op de korte termijn zie ik wel uitdagingen voor de energietransitie, met name door maatschappelijke weerstand tegen hogere prijzen. Dat maakt de uitrol van hernieuwbare energie wat lastiger. De uitdaging is ook: hoe houden we de industrie in Europa, én versnellen we tegelijk de energietransitie?' ■

IN HET KORT

Door geopolitieke onrust en Amerikaanse terugtrekking ontstaat er een noodzaak voor Europa om te versnellen op het gebied van energiezekerheid en groene infrastructuur.

Private investeerders nemen het voortouw. Overheden blijven terughoudend, pensioenfondsen en andere institutionele beleggers spelen een steeds grotere rol.

Biodiversiteit wordt een must. Biodiversiteitsrisico's en -kansen worden steeds bepalender.

Netcapaciteit is een bottleneck. De aansluiting op het net vormt een groeiend risico.

AI drijft de energievraag op. Digitalisering en AI zwengelen de vraag naar (groene) energie aan, vooral via datacenters.

Kernenergie is terug op de radar. Steeds meer partijen zien kernenergie als noodzakelijk voor de energietransitie.

Zonder kompas geen koers

De volkshuisvesting zucht onder een stortvloed aan regels. Fragmentarisch, gedetailleerd en voortdurend gewijzigd. Wetgevende hyperactiviteit zonder kompas leidt niet tot oplossingen, maar tot frustratie en stilstand.

In de leefomgeving is geen gebrek aan regels, maar helaas wel aan richting. Nieuwe regels omtrent bouw- en huurbeleid en fiscale aanpassingen volgen elkaar in rap tempo op, gedreven door incidenten, vol detailsturing en zonder systemisch overzicht. Zo ontstaat een aanpak die vooral zichzelf voedt: regels die andere regels oproepen, aanpassingen die nieuwe uitzonderingen vragen. Een verlamdend systeem dat eerder door de Raad voor de leefomgeving en infrastructuur (Rli) 'systeemfalen' is genoemd: gebrek aan overzicht en het onvermogen om effectief samen te werken. Dit heeft niet tot gevolg gehad dat het woningtekort is opgelost of minder groot is geworden.

Wat ontbreekt, is een samenhangend en voorspelbaar kader waarbinnen markt en overheid elkaar versterken. Beleid is verworden tot een optelsom van losse impulsen, in plaats van een routekaart naar structurele verbetering. Zelfs ondertekende akkoorden, zoals die op de Nationale Woontop, bieden geen zekerheid. Afspraken die zo kwetsbaar zijn, ondermijnen het vertrouwen dat voor succesvolle samenwerking onmisbaar is. De complexiteit van de opgave verdient juist het tegenovergestelde.

De prijs van adhocratie

De gevolgen van het niet systemisch, maar ad hoc reageren op de verschillende woningopgaven, zijn voelbaar in elk aspect van de volkshuisvesting. Gemeenten die hun woningambities nauwelijks rondkrijgen door tegenstrijdige beleidsdoelen. Ontwikkelaars en beleggers die niet weten waar zij aan toe zijn en daardoor noodgedwongen tot stilstand komen. Woningzoekenden die zich niet gehoord voelen in debatten over huren voor woningen

waartoe zij nauwelijks nog toegang krijgen.

Tijd voor koers, kaders en keuzes

Wat nodig is, is een koers die richting geeft aan beleid, met heldere kaders waarbinnen overheden, corporaties en marktpartijen kunnen investeren in langetermijnoplossingen. De Nationale Woontop liet zien dat samenwerking mogelijk is – mits afspraken ook houdbaar blijken. Dat vraagt om politieke betrouwbaarheid, bestuurlijke rust en de moed om te kiezen voor integraliteit boven incidentenpolitiek. Zoals de Raad voor de leefomgeving en infrastructuur recent benadrukte: beleid moet vertrekken vanuit een gedeeld toekomstbeeld. Waar willen we over dertig jaar staan – en hoe gaan we met elkaar om? Duurzame samenwerking ontstaat alleen als overheid, markt en samenleving elkaar weer als bondgenoten zien. Niet door steeds nieuw beleid te maken, maar door bestaand beleid te begrijpen, te verbeteren en te verbinden.

Een voorspelbaar en samenhangend beleid is geen luxe, maar een randvoorwaarde voor alle stakeholders in de volkshuisvesting. Dit is nodig om langjarig kapitaal in te zetten, ambities te realiseren die verder gaan dan een beleidsperiode, en uiteindelijk om de woningvoorraad op peil te brengen. Dat begint met rust en structuur – en het besef dat regie niet draait om controle, maar om richting. Door minder te sturen op details, beter uit te voeren wat er al ligt, en te kiezen voor eenvoud in plaats van stapeling.

Van systeemfalen naar systeemkracht

Het goede nieuws is: de oplossingen liggen binnen bereik. We hebben partijen die willen investeren, we beschikken over de kennis en kunde in de uitvoering, en er is een gedeeld besef van urgentie. Maar dan moeten we wel kiezen voor helderheid boven hectiek, samenwerking boven versnippering, en voor een stabiel investeringsklimaat in plaats van fiscale grilligheid. Alleen dan zetten we de stap van regelreflex naar daadkrachtige langetermijnkeuzes. Van systeemfalen naar systeemkracht. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Kleine projecten, grote impact – de logistieke klimaatuitdaging

Vervoer is goed voor ruim 20% van de CO₂-uitstoot. Elektrificatie van de logistiek is dus cruciaal, maar vergt in Europa tot 2030 zo'n € 120 miljard. Om dit gat te dichten, richtte Polestar Capital een fonds op. Financial Investigator sprak met de specialisten achter het initiatief: Peter van Apeldoorn en Bas Jongerius.

Door Harry Geels

Liggen we nog steeds op koers om de klimaatdoelstellingen van het Akkoord van Parijs te halen?

Bas Jongerius: 'Het zal lastig worden. Het laatste VN-rapport uit oktober 2024 stelt dat we, als we op hetzelfde pad doorgaan, op een temperatuurstijging van 2,6 °C aankoersen. Vanwege die 20% in de totale CO₂-uitstoot willen wij juist daar versnellen en een actieve impactvolle bijdrage leveren met het impact private debt Polestar Capital e-mobility & infrastructure Fund (PCEIF).'

Peter van Apeldoorn: 'Als voorbeeld: als er nu een schip met duizenden containers in de Rotterdamse haven aankomt, betekent dit dat er nu duizenden vrachtwagens nodig zijn voor het verdere vervoer. Allemaal trucks die met dieseldampen en geluid door of om Rotterdam heen moeten. Het is nog altijd onvoorstelbaar met welk geweld in stank en lawaai dit nu nog plaatsvindt. Kan je je voorstellen als dit allemaal elektrisch plaatsvindt? Het is mijn ambitie om over tien jaar alleen nog maar stil, zuinig en milieuvriendelijk vrachtvervoer te hebben in Nederland.'

'Wij vullen feitelijk het gat tussen de fase van eigen vermogen en het moment dat banken – op termijn – wel in kunnen stappen.'

Hoe kunnen we de energie-transitie dan specifiek versnellen?

Bas Jongerius: 'Juist in deze transitiefase naar grootschalige elektrificatie zijn er specialisten nodig die de markt goed begrijpen en tegelijkertijd de risico's goed kunnen inschatten. De elektrificatie in die sector behelst een verschuiving van hoge operationele kosten voor een dieselvloot naar hogere investeringslasten voor elektrische logistiek. Traditionele financiers kijken vooral naar de investeringslasten, terwijl wij veel meer naar de total cost of ownership (TCO) van die trucks kijken. Die TCO wordt voor ondernemers in veel gevallen lager na investering in laadinfrastructuur en zero-emissie trucks. Dankzij onze specifieke kennis van de logistieke sector, en door onze jarenlange structureringservaring in te zetten voor deze markt, kunnen wij in veel gevallen wel financieren en kunnen wij voor deze zero-emissie markt versnelling en directe impact realiseren.'

Peter van Apeldoorn: 'Door de 5 tot 7 jaars investeringscyclus staat ieder transportbedrijf tussen nu en 2030 voor de keuze 'ga ik fossiele of elektrische vrachtwagens kopen?' Ze zullen veelal beginnen met 1 of 2 trucks en een laadpaal die ze vaak zelf financieren. Als ze uiteindelijk de hele vloot van 100 of soms wel 500 trucks moeten vervangen in combinatie met laadinfrastructuur, heb je het over tientallen miljoenen euro's. Juist dan kunnen wij goed financieren. In totaal is er in Nederland tot 2030 € 20 miljard nodig voor elektrische trucks, uitbreiding van publieke laadinfrastructuur en laadstations op logistieke hubs of bedrijfslocaties – de zogeheten depot-laadinfrastructuur. In Europa is dat € 120 miljard. Om alles in 2050 op zero-emissie te krijgen (dus na 2030), is een factor 4 of 5 van dit bedrag nodig, wat meer is dan de totale investering in grote windparken in de afgelopen 20 jaar. Banken willen, mogen of kunnen deze sector niet op deze grote schaal alleen financieren, veelal vanwege kapitaalbeslag en policybeperkingen. Wij vullen feitelijk het gat tussen de fase van eigen vermogen en het moment dat banken – op termijn – wel in kunnen stappen.'

De focus op de logistieke sector vanwege de hoge uitstoot is duidelijk. Welke drivers achter de transitie zijn er nog meer?

Peter van Apeldoorn: 'We maken onderscheid tussen sociale, economische,

‘De partijen die wij nu financieren en dus nu al met de transitie aan de slag gaan, realiseren op termijn een concurrentievoordeel op kosten- en dus financieringsvlak.’

en regelgeving-technische drivers die maken dat de logistieke sector moet elektrificeren. De regelgeving is erop gericht om op een gefaseerde manier in 2050 daadwerkelijk zero-emissie logistiek te realiseren. Dat raakt truck- en autoproducenten die de uitstoot van hun vloot in 2030 met 55% moeten hebben verminderd en die na 2040 uitsluitend zero-emissie trucks mogen verkopen. Het raakt ook de bedrijven die CSRD-plichtig zijn en vervoerders die te maken krijgen met zero-emissie zones vanaf 2025. Dan zijn er de economische drijvers. De elektrische vrachtauto's zijn in aanschaf weliswaar duurder dan de fossiele, maar kennen lagere operationele kosten, die in de toekomst waarschijnlijk nog lager komen te liggen. We zitten nu al op het punt dat elektrisch vrachtvervoer over de gemiddelde levensduur van de vrachtwagen goedkoper kan zijn. Zeker als de verrekening op uitstoot per kilometer (tolheffingen) in 2027 zijn intrede doet en diesel-logistiek veel kostbaarder maakt.’

Bas Jongerius: ‘Banken mogen over een aantal jaar geen partijen meer financieren die nog volledig op de fossiele keten opereren. Ergo: die partijen die wij nu financieren en dus nu al met de transitie aan de slag gaan, realiseren op termijn een concurrentievoordeel op kosten- en dus financieringsvlak. Afgezien van het kosten-baten-plaatje is er nog een verkoopargument, namelijk de ‘social driver’: fossielvrije transporteurs zijn maatschappelijk aantrekkelijker, althans voor de steeds groter wordende groep klimaatbewuste klanten. De eindklant, de consument, verwacht steeds meer een verantwoorde keten, maar wil bovendien wonen in een omgeving zonder vieze

lucht en lawaai. Kortom, elektrisch rijden is een businessmodel op zichzelf geworden dat zich economisch en maatschappelijk goed laat uitrekenen.’

Welke bijzondere ontwikkelingen of disrupties vinden er nu al plaats? En hoe meten jullie de impact ervan?

Bas Jongerius: ‘De innovaties zijn er, de batterijen worden efficiënter en kleiner, en de zogeheten energieopslag per geïnvesteerde euro stijgt. Dat is goed vergelijkbaar met de ontwikkeling in kosten van zonnepanelen in de afgelopen 20 jaar. De ontwikkelingen op het gebied van laadsnelheid gaan ook snel. Nu zitten we met fast-charging standaard op 350 kilowatt, hier en daar op 500 kilowatt, en we koersen snel naar 1000, de zogeheten megawatt-chargers. Vrachtwagens zijn dan in no-time opgeladen. We zien ook innovaties op het logistieke terrein, om de uitdaging van netcongestie – en dus een beperkte of geen energieaansluiting – aan te gaan. Daarom zien we nu veel energie-opwek en -opslag op lokale logistieke terreinen. Wij financieren deze assets mee, omdat juist dat voor een veel lagere kWh-prijs zorgt dan wanneer de energie direct van het net wordt betrokken. Dit zijn ontwikkelingen die dankzij netcongestie nu versneld plaatsvinden.’

Waarom is deze transitie specifiek van belang voor institutionele beleggers?

Peter van Apeldoorn: ‘We kunnen bij alle investeringen precies kwantificeren wat de besparing op vermeden GHG emissies en CO₂, NO_x en fijnstof per ingelegde euro is. Het achterliggende kwantitatieve impactmodel is door onszelf ontwikkeld en gevalideerd door ingenieursbedrijf Royal HaskoningDHV. Gezien het eerder genoemde financieringsgat wordt ieder investeringsbedrag, van klein tot groot, zelfs van een miljard of meer, direct aan het werk gezet, en dat in een artikel 9-impactfonds, met een voor private debt klassiek risico-rendementsprofiel, met zo'n 9% bruto rendement en een gemiddeld BB-ratingprofiel. Wij bieden beleggers daarmee een investeringskans in een fonds dat direct en meetbaar impact kan laten zien in een typisch Nederlandse markt: de logistieke sector. Kort samengevat: zero-emissie vervoer is voor institutionele investeerders een heel interessante, schaalbare en kwantitatief meetbare impactbelegging.’ ■



Peter van Apeldoorn

Business Developer, e-mobility & Infrastructure Fund, Polestar Capital



Bas Jongerius

Fund Manager, e-mobility & Infrastructure Fund, Polestar Capital

Unlocking value in the energy mid-market

Investors targeting energy transition infrastructure are increasingly exploring the mid-market, where deep sector expertise and early-stage engagement enable the development of high-impact, financially compelling real assets.

By Raphaël Lance



As the energy transition accelerates, infrastructure investors are seeking opportunities that combine long-term financial performance with measurable climate impact. In this search, the mid-market is gaining increasing attention. Comprising projects that are often smaller in size, earlier in development, or more complex in structure, this segment remains less crowded, yet strategically important for achieving energy and climate targets.

Mid-market infrastructure relevant to the energy transition includes areas such as battery storage, electric vehicle charging, decentralised energy systems, and renewable hydrogen. These sectors are

technologically dynamic and capital-intensive but still fragmented, often requiring tailored capital solutions and close collaboration with local developers. For investors with domain expertise and a willingness to engage early, the segment offers opportunities to deploy capital where it can have both financial and environmental relevance.

A less crowded, undercapitalised segment

Large-scale operational infrastructure assets, particularly in mature renewable energy, have become increasingly competitive. Capital inflows have driven up valuations, compressing yields and narrowing the scope for active value creation. By contrast, the mid-market remains undercapitalised, in part because many projects fall outside the mandate or capacity of large institutional investors. Their scale, developmental stage, or lack of standardisation

can deter participation by generalist capital.

This has created inefficiencies that are structural rather than cyclical. Many assets are originated by local actors who possess the technical or regulatory knowledge to develop viable projects but lack access to long-term equity partners. For those investors who can navigate this space with discipline and insight, the mid-market offers entry points at more attractive valuations and the ability to influence outcomes more directly.

The advantage of sector focus

Deep specialisation in a specific sector or set of technologies enhances an investor's ability to assess risks, identify value drivers, and support execution. Whether it is the revenue structure of a battery storage asset, the utilisation profile of EV infrastructure, or the cost dynamics of emerging hydrogen supply

'By allocating capital to technically viable but financially underserved assets, investors help fill a structural financing gap.'

chains, sector focus allows for more informed investment decisions.

In addition, investors with a long-standing presence in a given field often develop strong relationships with developers, local authorities, and technical partners. These networks are critical to accessing proprietary or bilateral transactions. They also help to ensure alignment throughout the investment lifecycle, from initial structuring to operational optimisation and eventual exit or refinancing.

Creating value from early engagement

Many of the most compelling mid-market opportunities arise before the project reaches a shovel-ready or operational stage. By engaging early, investors can participate in shaping the asset's technical and financial structure, influence ESG criteria, and help secure commercial agreements. This phase of involvement is especially valuable in newer market segments, where standardised models have yet to emerge.

Early-stage engagement also allows for risk sharing and alignment with developers. Investors can perform more detailed due diligence, structure bespoke financing solutions, and provide input on technology selection or permitting strategies. These interventions can materially improve the project's viability and resilience, while supporting long-term value creation. At the same time, this stage entails exposure to planning, regulatory, and construction risk. A structured and phased

approach to investment, supported by milestones and technical validation, can help mitigate these risks while retaining upside potential.

Working with local developers

Mid-market energy transition projects are often initiated by smaller developers, industrial partners or municipalities that operate with deep local knowledge but limited access to institutional funding. These counter-parties play a vital role in originating high-quality projects, navigating local constraints, and building stakeholder support.

Strategic partnerships with such actors can provide investors with an ongoing deal flow, early access to projects, and opportunities to co-develop or scale successful models. Rather than acting as passive financiers, investors in this space often function as strategic partners, helping to bridge expertise and capital to accelerate execution. In many cases, these partnerships can evolve into platform strategies, whereby a common template, be it legal, technical, or financial, is applied across multiple projects. This replication improves efficiency, enhances transparency, and allows for institutional scaling over time.

Addressing critical needs in the transition

While large-scale renewable energy projects have absorbed the bulk of investment flows over the past decade, many enabling technologies remain underfunded. Grid-scale storage, green hydrogen,

and distributed energy systems are not peripheral, they are essential to building a flexible, integrated and decarbonised energy infrastructure.

Mid-market investments in these sectors can play a catalytic role. By allocating capital to technically viable but financially underserved assets, investors help fill a structural financing gap. Moreover, these assets often deliver co-benefits: enhanced energy resilience, local job creation, and progress towards national or regional decarbonisation targets. However, the diversity of asset types, counterparties, and regulatory environments means that standardised investment frameworks remain limited. Investors must often tailor their approach to the specific context, balancing repeatability with responsiveness.

Taken together, when mid-market projects are carefully selected, thoroughly assessed, and actively supported, they can deliver robust financial performance alongside material environmental benefits. Early engagement, technical input, and long-term alignment all contribute to de-risking investments and enhancing their operational and impact outcomes.

For investors who combine sector expertise with a pragmatic, hands-on approach, the mid-market presents a distinctive opportunity: to invest in the enabling infrastructure of the energy transition, while capturing alpha through active value creation in overlooked segments of the real economy. ■



Raphaël Lance

Global Head of Private Assets,
Mirova

SUMMARY

Mid-market infrastructure remains underexplored and inefficient, offering attractive entry points.

Sector specialisation improves access, risk assessment and alignment with project developers.

Early involvement in project development allows investors to shape structure and sustainability profile.

Collaboration with local developers unlocks differentiated opportunities in emerging transition sectors.

While large-scale renewable energy projects draw mainstream attention, the mid-market presents a pathway to combine financial returns with meaningful contribution to climate goals.

Ieder scenario vraagt om collectieve actie

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Biodiversiteitsverlies is moeilijk meetbaar, maar de impact op de economie en op beleggingen wordt fors onderschat. Tijdens een paneldiscussie op het seminar van Financial Investigator over 'Energy Transition, Natural Capital & Biodiversity' pleitten vier experts voor urgentie, betere modellen, en een actieve stellingname rond biodiversiteitsrisico's.

Hoe gaan institutionele beleggers om met biodiversiteitsrisico's en in hoeverre zijn die al goed in beeld? Met die vraag trapte dagvoorzitter Nikki Trip het debat af. Volgens Daan de Zwart begint het bij bewustwording: 'Als je risico's wilt aanpakken, moet je ze eerst begrijpen. Bij klimaat lukt dat inmiddels vrij goed; we hebben CO₂ als meeteenheid. Voor biodiversiteit zijn we daar pas net mee begonnen.' De Zwart benadrukt dat je klimaat en biodiversiteit niet los van elkaar kunt zien. 'Je moet de risico's in samenhang bekijken, anders loop je het risico dat een maatregel op het ene vlak schade aanricht op het andere. Denk aan klimaatbeleid dat biodiversiteit schaadt.'

Ook Marjolein Meulensteen herkent die ontwikkelfase. 'We werken al tien jaar aan klimaat en hebben onze portefeuilles daarop ingericht. Voor biodiversiteit zijn we pas twee jaar geleden begonnen. Inmiddels hebben we een solide basisanalyse van waar de risico's en kansen in de portefeuille zitten en kunnen we stap voor stap verder integreren.'

Ondergewaardeerde risico's

In de zaal vond een meerderheid van de deelnemers dat biodiversiteitsrisico's worden onderschat, een oordeel dat de panelleden volmondig onderschreven. Meulensteen: 'Het is lastig meetbaar, dus mensen zijn voorzichtig. Maar het risico is reëel.' Cherry Muijsson ging een stap verder: 'Er is nog zoveel dat we niet weten. Kijk naar de enorme schade van de bosbranden in Californië: verzekeraars rapporteren zo'n 50 miljard dollar aan

directe schade, en nog eens 250 miljard aan bredere economische schade. Nog zónder de impact van verdwenen ecosysteemdiensten, zoals luchtzuivering, waterkwaliteit en de klimaatregulerende functies van bossen. Die effecten zijn niet ingeprijsd, maar wel reëel.'

Volgens Muijsson lopen de ramingen van biodiversiteits schade sterk uiteen. 'De Wereldbank schat het jaarlijkse effect nu tussen de 90 en 225 miljard dollar vanaf 2030 onder een 'business as usual'-scenario. Waarschijnlijk is dat nog aan de lage kant, want het gaat alleen over wat we nu kunnen meten. Sommige aspecten, zoals waterefficiëntie, worden al ingeprijsd. Maar bredere ecosysteemdiensten zijn nog te ontastbaar. Dat zal niet zo blijven.'

Economen versus klimaatwetenschappers

Bert Kramer ziet een vergelijkbare onderschatting in de academische wereld. 'Er is wat onenigheid tussen klimaatwetenschappers en economen. Klimaatwetenschappers zeggen: bij een opwarming tussen drie tot vijf graden kan een social collapse worden verwacht. Dat is -100% bbp, terwijl economen nog redeneren in 10% bbp-verlies aan het eind van de eeuw, uitgaand van 2,5 à 3% groei per jaar. Dan lijkt het effect verwaarloosbaar. Maar inmiddels schuiven economen op richting het klimaatperspectief. Recente publicaties worden duidelijk pessimistischer.'

Volgens Kramer staan klimaatwetenschappers momenteel beter gepositioneerd om de ernst van de situatie te duiden dan economen. Trip vroeg daarop met een knipoog wie in de zaal zich econoom voelde en wie klimaatwetenschapper. 'Luister vooral naar de laatste,' grapte Trip. 'Maar belangrijker: zorg dat die werelden elkaar ontmoeten in modellen die recht doen aan de risico's.'

Daarop volgde de vraag hoe normatief beleggers mogen of moeten zijn. De Zwart: 'Als je kijkt naar de bedragen waar we het over hebben, dan is het niet alleen een ecologisch, maar ook een financieel risico van formaat. Vanuit onze fiduciare verantwoordelijkheid moeten we dat serieus nemen. Kijk naar klimaat: steeds meer fondsen hebben zich gecommitteerd aan de doelen van Parijs en maken dat ook >



VOORZITTER

Nikki Trip

Consultant en Sustainability Specialist, AF Advisors



Bert Kramer

Head of Climate Research, Climate Scenarios & Sustainability, Ortec Finance



Marjolein Meulensteen

Senior Portfoliomanager Sustainable Investing, a.s.r. vermogensbeheer



Cherry Muijsson

Director, Multi-Asset Strategies and Solutions, Blackrock



Daan de Zwart

Investment Strategist, Pensioenfondsen Rail & OV

concreet, bijvoorbeeld met uitsluitingen van schaliegas of steenkool. Naarmate biodiversiteitsrisico's zichtbaarder worden, verwacht ik dat ook daar meer normativiteit zal ontstaan.'

Volgens Muijsson hoeft het initiatief niet alleen van klanten te komen. 'We zien het als onze verantwoordelijkheid die risico's te begrijpen en onze klanten daar actief in mee te nemen. Sinds 2021 brengen we biodiversiteitsrisico's per portefeuille in kaart, onder meer met het Encore-model. Die inzichten delen we met klanten.' Tegelijk zijn er regionale verschillen, ziet Muijsson. 'In Europa, zeker in Nederland, de Nordics, Zwitserland en het VK, is de bereidheid om deze risico's te adresseren groter dan elders. Sommige pensioenfondsen investeren al specifiek in herstelprojecten of fondsen gericht op biodiversiteitstoename. Dat is een positieve ontwikkeling.'

Begin te bewegen!

Daarna volgde verdieping in meetbaarheid en modellen. Volgens Kramer ligt de focus nog sterk op de impact op bedrijfs- en sectorniveau, met databronnen als Encore. 'Maar interessanter is wat biodiversiteitsverlies betekent voor de wereldeconomie en financiële markten. We hebben veel losse informatie, maar het integrale effect is nauwelijks te kwantificeren.' De Taskforce on Nature-related Financial Disclosures, de TNFD, biedt aanknopingspunten, maar ook daar is nog veel onduidelijk. Fysieke risico's als bodemverarming, verlies van bestuiving, of verstoring van de watercyclus zijn lastig te kwantificeren. Zelfs pandemieën, ook onderdeel van het biodiversiteitsverhaal, zijn moeilijk in te passen. 'Toch moeten we proberen een orde van grootte te schatten. Liever ongeveer goed dan precies fout', aldus Kramer.

Ook De Zwart ziet vooruitgang, maar met kanttekeningen. 'We hebben steeds betere data, maar vaak nog op sectorniveau en niet locatiespecifiek. Encore was jarenlang de enige aanbieder, maar inmiddels zijn er veel nieuwe initiatieven. Sommige dataleveranciers brengen al effecten op ondernemingsprestaties in beeld, inclusief locatie-informatie. Dat is veelbelovend.' Meulensteen benadrukt dat imperfecte data geen excuus mag zijn om stil te blijven zitten. 'Je moet bewegen vóór je er klaar voor bent. Er is genoeg data voor

een eerste risicobeoordeling. Daarmee kun je in actie komen, bijvoorbeeld via engagement.'

Indicatieve data helpen óók

Kramer beschreef hoe op het gebied van klimaat inmiddels verschillende scenario's beschikbaar zijn, zoals die van het Network for Greening the Financial System, het NGFS. Voor biodiversiteit is de situatie minder vergevorderd. 'Encore is lang een van de weinige bronnen geweest. Daarom zijn we vorig jaar een publiek-private samenwerking gestart, samen met onder andere Wageningen University & Research, ING, APG, Allianz en Commerzbank. Doel is om macro-economische projecties te ontwikkelen voor de effecten van biodiversiteitsverlies. Denk aan bestuiving, bodemkwaliteit, en de wisselwerking met extreem weer.' Kramer verwacht de eerste versie eind dit jaar, maar benadrukt dat het zeker nog twee tot drie jaar duurt voordat deze modellen breed toepasbaar zijn. 'Toch kun je van indicatieve data al veel leren. We gebruiken onder meer inschattingen van het bbp en inflatie-impact, die we kunnen vertalen naar gevolgen voor verschillende beleggingscategorieën. Zo ontstaat tóch een bruikbaar kader.'

Voor Meulensteen biedt het gebruik van klimaatmodellen voorlopig nog het meeste houvast. 'We zetten die in voor strategische asset allocatie. Voor biodiversiteit hebben we die vertaalslag nog niet gemaakt, maar er zit veel overlap tussen beide risicotypes.' Ook De Zwart herkent de uitdagingen. 'Vanuit strategische asset allocatie werken wij nog niet met biodiversiteitsscenario's, maar in de praktijk analyseren beleggers bij investeringen al operationele risico's, zoals waterschaarste, zonder dat dit expliciet als biodiversiteitsrisico wordt gelabeld. De gedachtegang is er dus al, alleen nog niet altijd zo benoemd.'

Voorzichtig met biodiversiteitscredits

Ook biodiversiteitscredits hielden de gemoederen bezig. Muijsson vertelde dat haar organisatie via de TNFD betrokken is bij werkgroepen rond nature positive investeringen. 'Biodiversiteitscredits kunnen helpen bij het ontwikkelen van nature markets, mits je ze goed definieert.'

We hebben veel geleerd van de beperkingen van carbon credits. De International Advisory Board Panel on Biodiversity Credits publiceerde tijdens COP16 in Cali in Colombia duidelijke richtlijnen. Hun belangrijkste boodschap: zie biodiversiteitscredits niet als simpele compensatie.

Muijsson wijst op het Britse voorbeeld, waar projectontwikkelaars sinds kort verplicht zijn minimaal 10% netto verbetering voor de biodiversiteit te realiseren. 'Lukt dat niet, dan moeten ze credits inkopen. Die markt is nu al jaarlijks 130 tot 270 miljoen pond waard. Het is grotendeels regulatief gedreven, maar creëert wel kansen.' Tegelijk is waakzaamheid nodig. 'Biodiversiteit is geen uniforme eenheid. Je kunt verlies op de ene plek niet zomaar compenseren met winst elders. Verifieerbare uitkomsten zijn essentieel, vooral als je institutioneel kapitaal wilt aantrekken. Toch zie ik hoopgevend ontwikkelingen, zoals bedrijven die natuurherstelprojecten inzetten voor hoogwaardige compensatieprojecten.'

Biodiversiteit: een systeemrisico

In het slotdeel van het debat ging de aandacht uit naar de benaderingswijze: pakken beleggers klimaat- en biodiversiteitsuitdagingen aan vanuit een risicoperspectief, een impactgedreven visie, of beide? In de zaal koos een meerderheid voor impact. Toch wilden de panelleden zich niet laten dwingen tot een keuze. Meulensteen: 'Wij doen allebei. We beperken risico's via portefeuillesturing en engagement. Tegelijk breiden we onze impactinvesteringen uit, ook al is dat voor biodiversiteit minder makkelijk. We zoeken actief naar innovaties die biodiversiteit kunnen versterken.'

Muijsson: 'Risicobeperking en impact gaan hand in hand. Biodiversiteit is niet alleen een risico per bedrijf, maar ook een systeemrisico. Daarom moet je ook systemisch kijken naar oplossingen. Wij hanteren vier lenzen: efficiëntie, circulariteit, behoud en herstel, en het benutten van natuurlijke systemen. Denk bij dat laatste aan synthetische biologie, technologieën die de druk op ecosystemen verlagen. Sommige oplossingen vallen binnen impact investing, andere in reguliere strategieën.'

De Zwart pleit voor een holistische benadering. 'Biodiversiteit en klimaat gaan steeds vaker samen in beleid. Wij kijken of we die kunnen bundelen in een bredere natuurvisie. Daarbij horen ook sociale en governance-aspecten. Wat impact betreft: voor biodiversiteit hebben we geen impactdoelstellingen. Bij klimaat is dit wél het geval in onze infrastructuur-portefeuille. Daarbij is het van belang om rekening te houden met de voorkeuren van deelnemers. Impact werkt alleen als je daar aansluiting bij houdt.'

Focus op bedrijven

De discussie eindigde met de vraag hoe de gekozen aanpak zich verhoudt tot beleggingen in publieke of private markten. De Zwart: 'Risico's zie je overal – in liquide en illiquide markten. Je moet ze overal aanpakken. Impact is een ander verhaal. De vraag is of publieke markten echt iets toevoegen. Als je een aandeel op de secundaire markt koopt, verandert er weinig. Bij een IPO of directe project-investering ligt dat anders.' Kramer constateert verschil in houding tussen regio's. 'Bij onze Canadese klanten zien we een duidelijke verschuiving richting private markten. Daar is het bewustzijn en de wens om impact te maken groter dan in continentaal Europa. Ze kiezen vaker voor directe betrokkenheid.'

Vanuit het publiek werd gewaarschuwd voor te snelle conclusies op basis van gebrekkige data. 'Encore labelt sectoren als risicovol, maar niet elk landbouwbedrijf is automatisch een boosdoener.' Meulensteen onderstreepte dat data-rapporten slechts het begin zijn. 'Het geeft richting, maar we doen altijd aanvullende analyse op bedrijfsniveau.' De Zwart voegde toe: 'Wij zien data als een signaal. Het triggert verder onderzoek, geen automatische uitsluiting.'

Kramer sloot af met een krachtig pleidooi. 'Het gaat niet om goede of slechte sectoren, maar om bedrijven binnen sectoren. En we moeten blijven beseffen dat de gevolgen van negatieve scenario's extreem kunnen zijn. Systeeminfarct is geen ondenkbare uitkomst. Dan is het belangrijk dat alle sectoren bijdragen aan het beperken van risico's. Zelfs – en misschien juist – als 1,5 graad niet meer haalbaar is, telt elke stap.' ■

IN HET KORT

Biodiversiteitsrisico's worden nog sterk onderschat door beleggers, mede door beperkte meetbaarheid.

Experts pleiten voor urgentie, betere data, en collectieve actie vanuit impact- én risicoperspectief.

Er is vooruitgang in modellen van onder meer Encore en TNFD, maar de toepassing is nog beperkt.

Imperfecte data mag geen excuus zijn voor stilstand; actie is nú nodig.

Biodiversiteit is een systeemrisico dat vraagt om een holistische, grensoverschrijdende aanpak en samenwerking.

Impact vereist een realistische afweging

De natuur is cruciaal voor de economie, en schade aan ecosystemen leidt tot toenemende financiële risico's. Beleggers kunnen een rol spelen door natuurherstel te financieren of natuurschade te beperken. Real world impact vereist echter balans, stelt Cherry Muijsson, Director, Multi-Asset Strategies and Solutions bij BlackRock. Financial Investigator sprak met haar.

Door Esther Waal

Hoe groot is het universum van beleggingen met real world impact op het gebied van biodiversiteit en natuur op dit moment?

‘Om het investeerbare universum te definiëren, moet je inzicht hebben in de concrete bedreigingen voor natuur en biodiversiteit. Volgens IPBES zijn er vijf directe oorzaken van natuurverlies: veranderingen in het gebruik van land en zee, directe exploitatie van organismen, klimaatverandering, vervuiling, en invasieve uitheemse soorten. Deze oorzaken verschillen per locatie en ecosysteemtype. Het is belangrijk om te begrijpen welke activiteiten deze bedreigingen veroorzaken; het ENCORE-framework is daarbij een nuttig hulpmiddel.

Onze investeringsvisie is gebaseerd op een ‘theory of change’ die gericht is op het verminderen van de druk op de natuur via vier soorten oplossingen: 1) efficiënter gebruik van natuurlijk kapitaal – zoals precisie-landbouw, 2) ondersteuning van een circulaire economie door afval te verminderen en terug te winnen – bijvoorbeeld bedrijven die afval gebruiken om nieuwe producten te maken, 3) herstel van natuur – zoals herbebossing, en 4) benutting van natuurlijk kapitaal voor nieuwe producten of bedrijfsmodellen – bijvoorbeeld door gebruik te maken van opkomende alternatieven uit de synthetische biologie.

Binnen herstel en behoud zijn er investeringskansen, voornamelijk via de markt voor groene obligaties en fondsen die positief zijn voor biodiversiteit in bosbouw

en landbouwgrond. We kijken ook naar op de natuur gebaseerde oplossingen. In 2024 bereikte de uitgifte van duurzame obligaties \$ 1 biljoen, en de cumulatieve markt zal naar verwachting in 2025 de \$ 5 biljoen overschrijden. Een groeiend deel van deze markt is gericht op biodiversiteit en natuur-gerelateerde thema's. In 2024 had 16,5% van de uitgegeven duurzame obligaties betrekking op natuurgerelateerde thema's.

We kennen ook de financieringsbehoefte. Het Global Biodiversity Framework (GBF) schat dat er jaarlijks meer dan \$ 1,2 biljoen nodig is om biodiversiteitsverlies te stoppen en ecosysteemdiensten te herstellen tegen 2030. Op dit moment bedraagt biodiversiteitsfinanciering ongeveer \$ 208 miljard per jaar. Het grootste deel hiervan wordt naar verwachting door overheden gefinancierd via herstelprogramma's.

Hoe zal de marktwaardering van natuur en ecosysteemdiensten zich ontwikkelen?

‘Wij verwachten dat natuur en ecosysteemdiensten in toenemende mate door markten zullen worden geprijsd. Het verlies van ecosysteemdiensten vormt een reëel financieel risico en dat risico zal waarschijnlijk eerder tot uiting komen dan sommige klimaatgerelateerde effecten. De Wereldbank schat dat het jaarlijkse economische verlies vanaf 2030, onder een ‘business as usual’-scenario, tussen de \$ 90 en \$ 225 miljard zal bedragen. Dit verlies wordt veroorzaakt door een afnemende bestuivingsgraad, het verdwijnen van natuurlijke koolstofopslag, en het verlies van visserij- en houtproductie. Als een breder scala aan natuurlijke hulpbronnen wordt meegenomen en het tempo van uitputting versnelt, kan dit economische verlies nog groter uitvallen.

Wat betreft de markten, zien we dat nog niet alle ecosysteemdiensten worden ingeprijsd. Maar sommige wel – met name de meer tastbare, zoals water. Onze analyse laat bijvoorbeeld zien dat bedrijven die water efficiënt gebruiken, historisch gezien een hoger rendement hebben behaald dan bedrijven met een intensiever waterverbruik. Meer transparantie, onder andere via de TNFD, kan leiden tot herwaardering van natuurgerelateerde risico's en kansen.

Kun je voorbeelden noemen van beleggingen met real world impact op het gebied van biodiversiteit en natuur?

‘Een vraag die beleggers zichzelf zouden

moeten stellen, is: focus je op het financieren van wat al gepland is, of financier je wat nog niemand financiert?

Het is bijvoorbeeld mogelijk om de druk op de natuur te verlichten door te investeren in groene obligaties die specifiek projecten financieren met betrekking tot herstel. De Braziliaanse commerciële bank Itau kondigde een uitgifte van een private obligatie ter waarde van \$ 250 miljoen aan voor biodiversiteits- en sociale initiatieven in Brazilië, samen met de IFC en IDB Invest. De opbrengsten zullen worden gebruikt voor het herstel van gedegradeerde gronden, het behoud van inheemse vegetatie en het bevorderen van goede landbouwpraktijken.

Maar het is ook mogelijk om direct in natuurbehoud te investeren, bijvoorbeeld met concessionele leningen of mechanismen, of te investeren in de private markten voor nieuwe initiatieven. In het VK werd Biodiversity Net Gain ingevoerd, wat verplicht is voor ontwikkelaars. Zij moeten een netto winst van 10% in biodiversiteit op de locatie garanderen, en als dit niet mogelijk is, moeten ze credits kopen van de overheid. De overheid fungeert als tussenpersoon door herstelprojecten te faciliteren die biodiversiteitseenheden genereren, die vervolgens door ontwikkelaars worden gekocht om aan hun verplichtingen te voldoen.

Hoe kun je sturen op zowel impact als financiële doelstellingen?

‘Beleggers moeten zich bewust zijn van waar ze impact willen maken en of ze bereid zijn concessionele financieringsvoorwaarden te gebruiken of risicovollere investeringen aan te gaan.

Natuurherstelprogramma's worden vaak uitgevoerd in opkomende economieën. Beleggers kunnen een rol spelen door concessioneel kapitaal te verstrekken voor projectfinancieringsactiviteiten, bijvoorbeeld via capaciteitsopbouwsubsidies, die extra investeringen kunnen aantrekken om projecten op te schalen. Deze rol wordt vaak gespeeld door multilaterale ontwikkelingsbanken via blended finance-structuren.

Het is ook mogelijk te investeren in natuur- en landbouwtechnologie, maar deze bedrijven bevinden zich vaak in de venture capital-markt met hogere risicoprofielen.

Beleggers kunnen impactdoelen en financiële doelstellingen balanceren door een multi-asset-benadering. Risicovollere asset classes kunnen worden gecombineerd

met vastrentende oplossingen om het algehele portefeuillerisico en de rendementsprofielen te mitigeren.

Welke risico's spelen hierbij en hoe gaan jullie daarmee om?

‘Risico's zijn zowel financieel als resultaatgerelateerd. Veel impactfondsen hebben een beperkt trackrecord en sommige asset classes zijn mogelijk niet goed begrepen vanuit een institutioneel perspectief. Het verkrijgen van inzicht in de implementatierisico's en het opzetten van mitigerende maatregelen is essentieel.

Risico's met betrekking tot de resultaten mogen ook niet worden genegeerd. Zo zijn er herbebossingsprojecten die worden beïnvloed door bosbranden of andere projectgerelateerde risico's, waardoor de beoogde resultaten mogelijk niet worden behaald. Biodiversiteit is zelfs nog complexer, omdat de tijdschikhorizon voor herstel decennia kan zijn – vaak langer dan sommige beleggingshorizonnen. En de herstellende impact van regeneratieve landbouwpraktijken wordt continu onderzocht, waarbij de werkelijke resultaten onzeker zijn.

In hoeverre is samenwerking met NGO's belangrijk?

‘NGO's beschikken over een schat aan kennis door de daadwerkelijke uitvoering van natuurbehoudprojecten ter plaatse. Zij kunnen aangeven welke praktijken het meest waarschijnlijk positieve biodiversiteitsresultaten bevorderen en ze kunnen optreden als adviseurs voor operationele partners, om onbedoelde schade te voorkomen. Ze zijn ook een cruciale partner om lokale gemeenschappen en inheemse volkeren te betrekken en ervoor te zorgen dat hun stemmen meetellen, wat bijdraagt aan de langdurige duurzaamheid van een investering.’

Wat kun je beleggers meegeven op het gebied van portefeuilleanalyse en impact investing-oplossingen als ze rekening willen houden met biodiversiteit en natuur?

‘Echte impact begint met het scherp in kaart brengen van écht belegbare kansen in je portefeuille. Dit vereist diepgaande kennis van het managen van complexe projecten en de bijbehorende uitdagingen. Daarnaast vraagt het durf om nieuwe investeringscategorieën te omarmen en je portfolio-aanpak te herzien. Begrijp de impact en afhankelijkheden, zet de juiste expertise in en combineer een ‘greening finance’-mindset met een ‘financing green’-benadering.’ ■



Cherry Muijsson

Director, Multi-Asset Strategies and Solutions, BlackRock

IN HET KORT

Degradatie van de natuur vormt een groeiend financieel risico.

Natuurrisico's worden nog niet volledig ingeprijsd, maar dat wordt op korte termijn wel verwacht.

Investeerders kunnen impact maken door natuurherstel te financieren of natuurschade te beperken.

Er zijn kansen in diverse asset classes, zoals groene obligaties, bos- en landbouwherstelprojecten, en private equity in nature- en agritech.

Impact vereist balans, via een combinatie van ‘financing green’ en ‘greening finance’, ondersteund door samenwerking met NGO's.

Voor structurele impact zijn zowel private als publieke markten nodig

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie en Financial Investigator



Wat is de meerwaarde van impactbeleggen in private of publieke markten? En hoe verhoudt engagement zich tot directe investeringen? Tijdens een Q&A-sessie op het seminar van Financial Investigator over de Energietransitie, Natuurlijk Kapitaal en Biodiversiteit reageren vijf beleggings-professionals op vragen uit de zaal over impact, risico, data en rechtvaardigheid. Wat volgt is een zoektocht naar een balans tussen urgentie en uitvoerbaarheid.

Impact begint niet bij de markt, maar bij de missie. In de Q&A-sessie wordt al snel duidelijk dat het onderscheid tussen private en publieke markten minder belangrijk is dan het gezamenlijke doel. Adrien Cambonie zet daarin de toon: 'We werken allemaal aan hetzelfde doel. Alleen al voor het realiseren van de SDG's is jaarlijks \$ 5 tot \$ 7 biljoen nodig. Zó groot is de private equity-markt niet. Impactbeleggen in publieke markten is dus niet alleen mogelijk, het is zelfs noodzakelijk.' Hij wijst vervolgens op de rol van grote beursgenoteerde ondernemingen. 'Die hebben sterke balansen en wereldwijde netwerken. Ze kunnen dus niet alleen investeren, maar ook systemische verandering stimuleren. En als impactbelegger in publieke markten houd je aandelen vaak lang aan. Dat zorgt voor stabiel kapitaal, verlaagt de kosten van het eigen vermogen en stelt je in staat om middels engagement bedrijven te begeleiden', aldus Cambonie.

Toch blijft het lastig om impact in publieke markten concreet toe te wijzen aan beleggers. Xander Urbach zegt daarover: 'Ondernemingen hebben zeker impact, maar wij rapporteren daar niet op en schrijven die impact ook niet toe aan onze fondsen.' In private markten ligt dat volgens Urbach anders: 'Daar kun je gericht sturen, met meer invloed vooraf en specifiekere toepassingen. Je zit dicht bij de investering en kunt bijvoorbeeld al

bij de selectie eisen stellen aan biodiversiteits-beleid of CO₂-reductie.' Nick Brugman voegt toe dat het type impact ook bepalend is: 'Als je inzet op natuurherstel, kom je in publieke markten al snel tot de conclusie dat er slechts een handvol bedrijven is die dat daadwerkelijk laat zien. Voor die specifieke impact zijn private markten geschikter.'

Engagement vergt tijd én sturing

Vanuit de zaal stelt een seminardeelnemer de vraag of de inzet op engagement dat ook waard is. Daarbij gebruikt hij waterdruppels als metafoor wanneer hij vertelt dat elke keer dat je als impactbelegger het gesprek aangaat met een bedrijf, dat doorsijpelt in de organisatie. 'Je ziet bedrijven daardoor langzaam bewegen. Het duurt even, maar het werkt.' Urbach herkent dit, maar vult aan dat de rol van engagement alleen effectief is als deze hand in hand gaat met portefeuillesturing. 'Je hebt beide nodig. Een bedrijf hoort van verschillende kanten hetzelfde: dit is de richting die beleggers willen. Dan helpt het als engagement een ander geluid geeft dan actiegroepen, maar wel in dezelfde richting wijst.'

Toch klinkt er ook scepsis. Jan Bertus Molenkamp vraagt zich af of de tijdsinvestering in engagement altijd opweegt tegen directe inzet op oplossingsgerichte strategieën. 'We hebben simpelweg niet altijd de tijd om bedrijven langzaam richting duurzaamheid te bewegen. Geld moet vloeien naar de koplopers.' Ook Brugman deelt die zorg: 'Met het huidige tempo van biodiversiteitsverlies hebben we simpelweg geen tijd om beleid langzaam door te laten sijpelen.' Dagvoorzitter Nikki Trip concludeert dat beide benaderingen nodig zijn. 'Er is geen sluitend bewijs dat het een beter werkt dan het ander. Dus laat ieder vooral doen waar hij in gelooft en daar dan ook met volle energie en aandacht voor gaan.'

Zorgvuldig beginnen

Daarna volgt een inhoudelijke uitwisseling over risicobeheer bij klimaat- en biodiversiteitsvraagstukken. Aida Giniyatullina ziet in private markten vooral ruimte in de pre-commitmentfase. 'Daar kunnen we met onze omvang invloed uitoefenen. De asset managers en partijen met wie we samenwerken staan in dat stadium nog open >



VOORZITTER

Nikki Trip

Consultant and Sustainability Specialist, AF Advisors



Nick Brugman

Head of Sales, ASN Impact Investors



Adrien Cambonie

Portfolio Manager, Impact Analyst, UBP



Aida Giniyatullina

Senior Portfolio Manager Private Debt, NN Group



Jan Bertus Molenkamp

Co-Founder, Impact Orange Partners



Xander Urbach

Senior Advisor Responsible Investment, MN

‘We hebben simpelweg niet altijd de tijd om bedrijven langzaam richting duurzaamheid te bewegen. Geld moet vloeien naar de koplopers.’

voor suggesties. Achteraf is het veel lastiger om bij te sturen.’ Ook op het gebied van vastgoed blijkt dat die timing van belang is, vervolgt Giniyatullina. ‘We zien dat certificeringstrajecten, zoals BREEAM, vooraf meer impact hebben. Dan wordt al gekeken naar bijvoorbeeld landgebruik en waterverbruik, wat later, na acquisitie, moeilijker te veranderen is.’

Ook Molenkamp benadrukt het belang van zorgvuldigheid in een vroeg stadium. ‘In private markten heb je andere selectieprocessen dan in publieke. Je kunt soms niet uitstappen, dus moet je vooraf veel zorgvuldiger te werk gaan. Daarnaast kun je bij private projecten vaak beter afstemmen op lokale omstandigheden en de behoeften van belanghebbenden.’ Ook de datakant speelt volgens Molenkamp een belangrijke rol. ‘In private markten kun je vaak dieper in projecten duiken. Bij beursgenoteerde bedrijven is de datatoegang beperkter. De vraag is dan: hoe ver wil en kun je gaan?’

De verhouding tussen biodiversiteit en energietransitie blijkt complexer dan gedacht. Volgens Molenkamp is het een kwestie van heel genuanceerd zoeken naar de balans. ‘Zonnepanelen op landbouwgrond zijn goed voor de energietransitie, maar slecht voor de biodiversiteit. We moeten toe naar dubbelfuncties en slimme combinaties.’ Brugman sluit zich daarbij aan: ‘Zoek naar locaties met beperkte natuurwaarde, zoals parkeerterreinen, en combineer waar mogelijk energieopwekking met natuurontwikkeling. De ruimte is schaars, dus we zullen integraal moeten denken.’

Zonder natuur geen klimaat

Tegelijk waarschuwt Cambonie dat natuurherstel nooit ondergeschikt mag raken aan klimaatambities. ‘Je ziet dat sommige projecten biodiversiteit marginaliseren ten gunste van klimaat. Maar zonder natuur geen klimaat. We

moeten dat systeemdenken beter borgen. Impact is niet enkel CO₂-reductie, het is óók het behoud van veerkrachtige ecosystemen.’ Trip stelt als relevante vervolgvraag hoe je voorkomt dat biodiversiteit ondergeschikt raakt aan kortetermijndoelen in de energietransitie. Urbach pleit voor meer transparantie in trade-offs. ‘Laat expliciet zien wat de afruilen zijn tussen winst voor het klimaat en verlies voor de biodiversiteit. Alleen dán kun je maatschappelijk verantwoorde keuzes maken.’

Een vervolgvraag uit de zaal richt zich op het begrip ‘carbon neutral mining’. Urbach legt uit dat dit technisch zeer complex is. ‘In Zweden lukt het omdat het energienet sterk is geïntegreerd. Daar kun je zelfs zwaar materieel elektrificeren. In Afrika is dat veel moeilijker. Bedrijven gebruiken daar vaak eigen land voor zonne- of windparken, maar het blijft een uitdaging. En dan heb ik het alleen nog over CO₂. De biodiversiteitsschade komt daar nog bovenop.’ De discussie verschuift naar de bredere knelpunten in de energietransitie, zoals netcongestie. Brugman merkt daarover op dat we zonder samenwerking en duidelijke regie de knelpunten in de infrastructuur niet oplossen.

Samenwerking cruciaal voor energietransitie

Het panel benadrukt dat samenwerking cruciaal is om knelpunten in de energietransitie op te lossen. De versnippering van verantwoordelijkheden tussen netwerkbeheerders, overheden en investeerders wordt daarbij echter als een belangrijk obstakel genoemd. Zonder duidelijke regie en gezamenlijke actie blijft vooruitgang uit, zo is de teneur. Urbach nuanceert dat geld daarbij niet de grootste bottleneck is. ‘Netwerkbeheerders zeggen dat financiering er meestal wel is. Het zit vaker in personeel, materiaal en leveringsketens. Maar als er een goede businesscase is, staan pensioenfondsen daar open voor.’

De volgende zaalvraag zet het panel aan het denken over energieopslag en samenwerking: Batterijtechnologie met langere duur wordt genoemd als onmisbaar onderdeel van de energietransitie. Korte pieken zijn namelijk nog wel op te vangen, maar zijn bij langere periodes zonder zon of

‘Je ziet dat sommige projecten biodiversiteit marginaliseren ten gunste van klimaat. Maar zonder natuur geen klimaat. We moeten dat systeemdenken beter borgen.’

wind geen robuustere oplossingen nodig? Brugman noemt dit type opslag de ‘heilige graal’: ‘We produceren soms meer dan we kunnen gebruiken, maar in periodes met weinig zon en wind hebben we niets aan dat overschot.’ Europese samenwerking kan daarbij helpen, omdat pieken in het elektriciteitsverbruik in landen als Spanje op andere momenten vallen dan in Nederland. Door die verschillen slim te benutten, valt veel winst te behalen, zo luidt de gedeelde opinie.

Kansen in opkomende markten

De sessie eindigt met een pleidooi voor meer aandacht voor opkomende markten. Een spreker uit de zaal wijst op de jonge bevolking in Afrika en het risico van mondiale opwarming als die regio zich op fossiele wijze ontwikkelt. Trip merkt op dat het vreemd is dat opkomende markten zo weinig zijn genoemd. Giniyatullina erkent dat dit ook lastig is voor institutionele beleggers. ‘Projecten zijn nu eenmaal vaak te klein. En het ontbreekt aan de checks en garanties die we in Europa gewend zijn. Het kost veel meer inspanning en controle. Bovendien zijn er wettelijke en fiscale beperkingen die het lastig maken om verantwoord in die regio’s te investeren.’

Giniyatullina voegt daar nog aan toe dat het belang van impact in opkomende markten evident is, maar dat het nog ontbreekt aan een goed werkend institutioneel kader. ‘Dat betekent niet dat we niets kunnen doen. Maar het vereist creativiteit en samenwerking met lokale partijen.’ Molenkamp wijst daarnaast op het forse kennishiaat dat nog steeds bestaat. ‘We steken weinig capaciteit in het begrijpen van deze markten, terwijl sommige Afrikaanse landen qua risico-rendementsprofiel aantrekkelijker zijn dan Europa. Maar we kennen de lokale managers niet. Dat moeten we veranderen.’ Molenkamp wijst bij wijze van voorbeeld naar een recente studie over impactleningen in Afrika. ‘De resultaten zijn indrukwekkend. Maar er is wel een brug te slaan: we moeten lokale expertise leren kennen en benutten. Alleen dan kun je verantwoord investeren in regio’s met minder bekende risico’s. Internationale samenwerking is daarbij onmisbaar.’

Moreel appèl

Trip sluit af met een moreel appèl. ‘De energietransitie en biodiversiteitsdoelen zijn

‘Laat expliciet zien wat de afruilen zijn tussen winst voor het klimaat en verlies voor de biodiversiteit. Alleen dán kun je maatschappelijk verantwoorde keuzes maken.’

urgent, maar we mogen rechtvaardigheid niet uit het oog verliezen. Wie het meest geprofiteerd heeft van vervuiling, moet ook het voortouw nemen in de oplossingen. Als we de energietransitie wereldwijd willen laten slagen, moet impact verder reiken dan ons eigen continent. Misschien betekent dat ook: lobbyen voor regels die het makkelijker maken om verantwoord te investeren buiten Europa.’

De conclusie van de sessie mag luiden dat publieke en private markten elkaar nodig hebben, net als investeerders in ontwikkelde én opkomende markten. Echte impact vraagt om kennisdeling, gezamenlijke investeringen en internationale samenwerking tussen publieke en private partijen, in zowel ontwikkelde als opkomende markten. Toch is kennis alléén niet voldoende. Zoals Cambonie in het begin van de sessie stelde, vraagt echte verandering ook om schaal. De benodigde kapitaalstromen zijn immers zeer omvangrijk en overschrijden het domein van private equity alleen. Zonder de betrokkenheid van beursgenoteerde bedrijven én de lange adem van publieke investeerders blijft impact een niche. Cambonies boodschap: ‘We moeten af van het idee dat impactbeleggen alleen in de private sfeer thuishoort.’

Urbach voegt daaraan toe dat het niet alleen draait om directe meetbaarheid. ‘De rol van beleggers in publieke markten is tevens om richting te geven; via kapitaal, maar ook via dialoog en verwachtingsmanagement.’ De woorden van Trip ronden de Q&A-sessie treffend af: ‘Wat we vandaag besproken hebben, is niet in beton gegoten. Maar het zijn bouwstenen; voor beleid, voor visie en voor samenwerking. Als we allemaal ons steentje bijdragen, kunnen we bouwen aan iets groters dan onszelf, namelijk een rechtvaardige en toekomstbestendige economie.’ ■

IN HET KORT

Impactbeleggen in publieke markten is mogelijk én noodzakelijk. Via publieke markten kan systemische verandering worden gestimuleerd.

In private markten kan gericht op specifieke impact worden gestuurd.

Impact is niet enkel CO₂-reductie, het is óók het behoud van veerkrachtige ecosystemen.

Afruilen tussen winst voor het klimaat en verlies voor de biodiversiteit zouden expliciet zichtbaar moeten zijn om verantwoorde keuzes te kunnen maken.

Versnelling in de energietransitie draait niet alleen om geld. Samenwerking is cruciaal.

Echte impact vraagt om kennisdeling, gezamenlijke investeringen en internationale samenwerking tussen publieke en private partijen, in zowel ontwikkelde als opkomende markten

Integrating biodiversity into fixed income portfolios – why and how

Biodiversity affects every part of our lives. This also means that the impacts of biodiversity loss could be felt across investment strategies. Looking specifically at fixed income, we see important reasons why investors should integrate biodiversity into their decision making.

By Bruno Bamberger

Biodiversity loss presents risks that could impact the performance of all investment portfolios, including those focused on fixed income. Specific risks we have identified include:

- **Physical risks** arising from the degradation of ecosystems and biodiversity, which can directly impact the performance of assets within fixed income portfolios.
- **Transition risks** related to companies that fail to adopt sustainable practices, exposing them to potential liability risks and higher operational costs.
- **Systemic risks** including inflationary pressures that could affect entire sectors and not just individual issuers.

Companies that don't proactively manage these risks may experience financial difficulties, impacting their ability to repay debts.

'The market for biodiversity-focused investments is poised for growth, offering opportunities that align with the global transition to a more sustainable and resilient economy.'

Growing interest in protecting biodiversity from asset owners

Aside from the need for risk management, there is rising demand from asset owners seeking to mitigate their negative impacts on biodiversity by reducing the biodiversity footprint of their investments. Estimates from entities like the Convention on Biological Diversity suggest that between \$ 150 billion and \$ 440 billion annually is needed to reverse biodiversity loss, indicating a significant gap between current financial flows and what is necessary.

Clearly, there is more work to do here, and harnessing financial markets can help plug this gap. Fixed income is such a huge asset class that it can create meaningful change, driving issuers to reduce their biodiversity footprint.

Assessing risks and integrating biodiversity

Effective integration of biodiversity into investment strategies requires good-quality data. The availability of biodiversity data is variable, but investors can still begin integrating biodiversity considerations despite this challenge. The available information isn't perfect, and portfolio managers should acknowledge this rather than let it become a hurdle to getting started.

A further complication for fixed income investors is the lack of specific instruments dedicated to financing natural solutions. Therefore, we focus on managing risks to preserve asset value in the long run through two sources of information:

- The Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) framework – to identify high-risk sectors.
- The Iceberg Data Lab's Corporate Biodiversity Footprint – to mitigate risks at an individual issuer level.

Strategies for integrating biodiversity

Within our organisation, we employ various strategies to integrate biodiversity into fixed income portfolios:

1. Exclusions

Activities that are especially harmful to ecosystems can be excluded from portfolios at the security selection stage. For example, companies whose activities contribute directly to deforestation or natural ecosystem conversion are excluded from our portfolios investments

‘Fixed income is such a huge asset class that it can create meaningful change to drive issuers to reduce their biodiversity footprint.’

due to the associated economic and environmental challenges.

2. Engagement

Active dialogue with issuers is essential to encourage more sustainable practices. This engagement helps identify risk ‘hotspots’ and fosters awareness of biodiversity-related supply chain risks. We focus on issues like deforestation and pollution, and increasingly address water and circular economy topics, to promote best practice from the companies we invest in.

3. Biodiversity reporting

Good information helps monitor the progress issuers are making to improve their impact on biodiversity. One example is the Corporate Biodiversity Footprint (CBF), a metric developed by Iceberg Data Lab, to evaluate the negative impacts of a company’s activities on biodiversity across its value chain.

Constructing portfolios with biodiversity in mind

Fixed income investors can enhance their biodiversity integration through several approaches:

1. Portfolio tilting

This approach involves shifting investments away from issuers with high biodiversity footprints toward those actively reducing their impacts. This requires detailed issuer analysis.

2. Bond maturities

This approach means investing in shorter-maturity bonds for issuers with significant biodiversity risks, allowing for re-evaluation and reinvestment only if the issuer demonstrates commitment to mitigating these risks.

3. Use-of-proceeds bonds

A commons strategy is investing in bonds

that directly contribute to biodiversity initiatives. Different types of use-of-proceeds bond available include:

- **Blue bonds:** These finance marine and ocean-based projects, although their current market is limited, posing liquidity and diversification challenges.
- **Sustainability-linked bonds (SLBs):** These bonds do not directly fund specific projects but set company-level sustainability targets. Failure to meet these targets results in increased costs, with the aim of providing financial motivation for companies to improve their practices.
- **Green and sustainable bonds:** These bonds finance environmental projects, with approximately 25% of the green bond market linked to biodiversity. The green bond market is much larger than blue bonds, offering better liquidity and diversification.
- **Blended finance:** This approach combines public and private funds to direct financing toward developing economies. Debt-for-nature are swaps emerging as a promising mechanism.

The road ahead

Biodiversity loss poses significant risks to lives, the planet, and the global economy, with over half of the world’s GDP dependent on nature. The fixed income asset class has the potential to play a critical role in mitigating these risks through various strategies. Investors can begin by assessing their portfolios for biodiversity impacts, excluding high-risk issuers, engaging collaboratively, and investing in sustainability-oriented bonds.

The market for biodiversity-focused investments is poised for growth, offering opportunities that align with the global transition to a more sustainable and resilient economy. By integrating biodiversity into fixed income strategies, investors can contribute to the urgent need to protect and restore ecosystems while also safeguarding their financial interests. ■

Important information

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

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

In the Netherlands, this document is intended for Professional Clients only, as defined by local laws and the MIFID directive, and is distributed by AXA IM Paris - Netherlands Branch, Beethoven 500 – 4th Floor, Beethovenstraat 518 – 1082 PR Amsterdam - the Netherlands.



Bruno Bamberger

co-Head of Fixed Income
Investment Specialists,
AXA Investment Managers

SUMMARY

Biodiversity loss presents physical, transition, and systemic risks to fixed income portfolios.

Growing investor demand and funding gaps highlight the need for integration.

Exclusions, engagement, and biodiversity reporting are used to manage risk.

Tools like the TNFD framework and Corporate Biodiversity Footprint support analysis.

Strategies include portfolio tilting, use-of-proceeds bonds, and shorter maturities.

Fixed income can drive positive change and protect portfolio value long-term.

Natural Capital: what is it and why should you invest in it?

The past century has brought remarkable progress for humanity, but this success has come at a significant environmental cost – even though our economic prosperity depends entirely on nature.

By Carl Atkin-House

‘Natural capital’ refers to the natural resources that provide soft commodities and ecosystem services that provide value to society. It encompasses both the living and non-living aspects of ecosystems, such as forests, rivers, biodiversity, land, and minerals. Natural capital is a foundational element for economic, social, and environmental well-being.

Most of human history has been characterized by an extractive approach to natural capital management. Add to this the other unsustainable land management practices associated with poor agricultural practices, and



the negative effects are startling: globally, food systems alone are not only the primary user of land, they are also the largest driver of nature loss, the largest single user of freshwater, and are responsible for 80% of deforestation and one-fifth of global greenhouse gas emissions.

The legacy of industrial land management approaches is one of increasing production efficiency coupled with increasing degradation of biodiversity and soil fertility, posing challenges to the planet’s ability to continue to produce food and fibre for a rapidly growing population, particularly in the face of increasing climate and weather volatility. It is now clear that a restorative and regenerative approach to land management is fundamental to ensure the economic and environmental resilience of future food and fibre systems, and contribute to solving the twin crisis.

The funding gap

To reverse the decline in biodiversity by 2030, analysis suggests that circa \$ 711 billion needs to be spent each year over the next ten years. Mobilizing institutional allocations into natural capital is fundamental to reversing this decline and ensuring that natural capital plays its pivotal role in mitigating the negative effects of a changing environment. The sector is significantly underinvested: agriculture, forestry, and fisheries alone contribute 4.3% to global GDP, but less than 0.1% of institutional capital is focused on private natural capital assets.

Natural capital as an independent asset class

While natural capital investing dates back to some of the oldest forms of investing, it has evolved from the more conventional investments, such as farmland and forestry, which historically focus on income and capital appreciation, to a more

‘Managing assets to be climate and nature positive is not only the right thing to do but also provides significant optionality to create additional income streams from impact.’

balanced approach to achieving positive economic and environmental outcomes, while also including more nascent opportunities such as those that derive income from the provision of carbon credits, biodiversity credits, conservation easements and other ecosystem services. Investors tend to group disparate parts of capital markets together, creating an asset class framework, typically for analysis and allocation purposes. Those investors that are new to natural capital investing, without a dedicated natural capital allocation, often cite the similarities of natural capital strategies to those of infrastructure and real estate. As well as sharing the attributes of a real asset, natural capital assets are characterised by long duration, stable and predictable cashflows, while delivering potentially attractive risk-adjusted returns that are uncorrelated with the broader economic cycle.

From a portfolio perspective, natural capital strategies also demonstrate inflation hedging capabilities while delivering superior environmental upside when compared to more conventional real asset strategies. Sustainably managed natural capital assets contribute to portfolio decarbonization and aligning portfolios to the nature-positive transition.

New revenue streams from the monetization of impact

Markets that allow the monetization of natural capital services, such as carbon sequestration and biodiversity, are developing, as their value to the global economy becomes increasingly recognized.

Some regions of the world have well established compliance carbon markets, notably Australia and New Zealand, whilst others have a patchwork of different voluntary markets with varying degrees of sophistication. Biodiversity and water markets are even more nascent, but it is promising to see that market standardization is progressing and helping to drive institutional engagement. Recently, the implementation of Article 6 of the Paris Agreement is creating a more unified framework for international carbon credit trading, reducing concerns around double counting and credit quality inconsistencies.

Managing natural capital assets in a regenerative way is accretive to returns and long-term value creation. It is not an either/or. Regenerating land makes food and fibre systems more resilient, reducing the need for input use, improving soil health and the water holding capacity of the soil, making production more stable. More resilient assets will become more valuable in the medium term, especially as degradation occurs in many traditional food and timber production regions of the world. Thus, managing assets to be climate and nature positive is not only the right thing to do, but also accretive and provides significant optionality to create additional income streams from impact.

As global resource dynamics shift, the investment case for natural capital is underpinned by powerful and measurable demand trends. The Food and Agriculture Organization (FAO) projects that global industrial roundwood

demand will rise from approximately 1.9 billion cubic meters in 2020 to 2.4 billion cubic meters by 2030, driven by the expanding role of timber in construction, packaging, and climate mitigation. Simultaneously, the world's population is expected to grow by nearly a billion over the next two decades, with rising incomes fuelling a projected 50–70% increase in total food consumption by 2050. These converging trends signal a robust and growing market for nature-based commodities – positioning natural capital as a strategic, resilient, and scalable asset class for long-term investors.

Conclusion

Overall, we share the perspective that nature is now firmly on the agenda, with soft reporting regulations supporting the shifting investor awareness of how natural capital investment can benefit institutional portfolio outcomes. As economies rebound and investors acknowledge the need for nature-based solutions, we anticipate that natural capital will become a fundamental component of investors' portfolios. ■

Disclaimer

This publication is a non contractual document and a marketing communication. It is intended for Professional Clients as defined by MIFID only and should not be distributed to or relied upon by Non-professional clients. The information contained in this publication is not intended as investment advice or recommendation. Before subscription, investors should refer to the Key Information Document (KID) of the fund as well as its complete prospectus.

The commentary and analysis presented in this document reflect the opinion of HSBC Asset Management on the markets, according to the information available to date. They do not constitute any kind of commitment from HSBC Asset Management.

Past performance is no guarantee of future returns. The return, the value of money invested in the fund may become negative as a result of price losses and currency fluctuations. There is no guarantee that all of your invested capital can be redeemed.

HSBC Asset Management is the brand name for the asset management business of HSBC Group, which includes the investment activities provided through our local regulated entities.

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489 RCS Nanterre.

Non contractual document, updated on: April 2025
Copyright : All rights reserved © HSBC Global Asset Management (France), 2025.



Carl Atkin-House

Head of Natural Capital Strategy,
Climate Asset Management,
joint venture of HSBC Asset
Management and Pollination

SUMMARY

Natural capital encompasses natural resources and ecosystem services that are essential to the economy and well-being.

Current land use leads to loss of biodiversity, deforestation and high CO₂ emissions.

Sustainable management is crucial for food security and climate resilience.

Every year, \$ 711 billion is needed to combat biodiversity loss.

Natural capital offers stable returns, inflation protection and new income through CO₂ and biodiversity credits, among other things.

Natural capital is a strategic, future-proof asset class.

How investing in nature can benefit portfolios

Natural capital assets, including farmland and timberland, can offer investors significant portfolio benefits, while also addressing global challenges of biodiversity loss and climate change.

By Nicholas Moss



In recent years, natural capital has undergone a significant evolution, driven by the convergence of critical trends. These provide opportunities for investors to contribute to positive impacts on nature while benefitting from diversified investment strategies and maturing environmental markets.

A bottom-up challenge

Natural capital assets provide critical ecosystem services which drive the global economy, providing the fundamental capital base that businesses and whole economies need to produce goods and services. PwC estimates \$ 58 trillion of global GDP is moderately or highly dependent on nature.

However, the earth's stock of natural capital and the benefits they provide are declining. Globally, we have seen a loss of species, habitats and ecosystems, with a commensurate decline of ecosystem services, such as the ability to maintain, absorb and regulate carbon in the atmosphere.

The magnitude of this challenge means investing in the improvement, protection and restoration of natural capital is crucial. Doing so, can provide a strong foundation that supports our environmental, social and economic needs – as well as provide opportunities for investors.

Nature loss is increasingly seen as a critical issue. In our latest EQuilibrium survey of 800 institutional investors globally, 45% of respondents agreed the risk of nature loss will become a leading economic risk within the next 10 years. In the Benelux region, this number was even higher at 65% of respondents.

Despite this growing recognition, only 30% of respondents globally said they intend to focus on nature-related risks in their portfolios. This difference suggests that many investors are still understanding the investible solutions and how nature-related investments can deliver financial and sustainability goals.

Investor interest turns to nature

Natural capital is increasingly of interest to investors and their portfolios. This has traditionally included investments in timberland and farmland. Investors have come to appreciate and value the range of benefits natural capital can bring to portfolios. This includes traditional financial portfolio-level benefits – diversification, attractive returns with a stable cash yield, and a hedge against inflation, as well as the sustainability benefits.

Natural capital is also increasingly recognised for its importance in being able to provide solutions to address climate change and biodiversity loss. These challenges can be addressed through the restoration, conservation and improved management of natural capital assets.

These sets of investment activities are often referred to as Nature-based Solutions (NbS). Investing in these

solutions can allow for value recognition beyond just timber and crops, providing the potential to produce quantifiable ecosystem services – for example, carbon sequestration, soil health, ecosystem restoration, and water quality.

This combination of attributes is leading to growing investor interest in the asset class. This interest has also been driven by a number of other key trends.

Long-term trends driving investment in nature and natural capital

These financial and environmental benefits have been supported by growing global recognition of the importance of nature. The 2022 Global Biodiversity Framework established a global target for nature restoration and funding. This has been complemented by increasing levels of government action via a range of policies, subsidies and financial incentives.

Environmental markets have also grown in prominence, particularly as a tool to mobilise investment into addressing climate change and biodiversity loss. For example, carbon credits can be generated through changes in land management, reducing greenhouse gas emissions or sequester CO₂ from the atmosphere. To quantify these benefits, there are established markets, standards and mechanisms for monitoring, reporting and independent verification.

In 2024, market size totalled about \$ 1.4 billion. By 2030, it could reach up to \$ 35 billion as corporates move closer to their voluntary climate targets. And by 2050, the market could grow to \$ 250 billion. In addition, a range of other national and local environmental markets exist. Beyond carbon markets, there has also been the growth and maturity of other environmental markets for ecosystem services, including the mitigation bank credit market in the US and the more recent biodiversity net gain market in the UK.

As economies and supply chains aim to decarbonise, there is increasing demand from companies and consumers for more environmentally friendly fibre and timber products. Companies are working with supply chains to tailor programs that incentivise changes in land management practices. Across geographies, growing markets and policy frameworks support pricing for these products, incentivising emissions reductions from land management practices and

throughout supply chains.

Benefits of investing in nature

Along with the core portfolio-level benefits, we believe investments in natural capital and NbS approaches can offer a range of other potential benefits for investors.

These assets can offer positive contributions to nature and climate, opportunities for additive and diversified sources of uncorrelated returns through exposure to environmental markets, and asset-level diversification opportunities through investments in new projects or operational strategies. In addition to the financial benefits outlined, there is the potential to contribute to realising net-zero and nature-positive portfolios.

Other potential benefits which can be realised at asset level could include access to new markets, payments for practices through price premiums or subsidies, reduced operating costs from improved efficiency, or more jobs and sustainable employment opportunities.

Delivering these benefits

We believe the future is bright for investments in nature capital and NbS. We have seen growing investor interest driven by increasing government and corporate action, maturing markets and scalable investment opportunities.

However, while there is growing interest from investors in these strategies, they do come with complexities and risks.

It is important to focus on

strategies that aim to balance returns from production, including crops, timber and land, while providing opportunities for exposure to revenue streams from existing and emerging environmental markets, and delivering nature and climate benefits.

Targeting mature and relatively stable markets remains crucial, both for production and for mature environmental markets. For example, the US has a large and mature farmland and timberland, complemented by local and regional environmental markets including for restoration and carbon.

Other key factors to consider include ensuring portfolio diversification, flexible operating strategies, strong monitoring, and evaluation frameworks.

To approach these investments with confidence, and deliver the required impacts, investors may find it beneficial to partner with an asset manager with a proven track record in natural capital investments, and the capabilities to help investors navigate these markets on a global scale. This should also be supported by having in-depth local market knowledge and teams on the ground to be able to manage and oversee assets. ■

Responsible investing incorporates Environmental Social Governance (ESG) factors that may affect exposure to issuers, sectors, industries, limiting the type and number of investment opportunities available, which could result in excluding investments that perform well. Investing involves risk, including the loss of principal and there is no assurance that an investment will provide positive performance over any period of time. Past performance does not guarantee future results. Nuveen, LLC provides investment solutions through its investment specialists. 4371711



Nicholas Moss

Head of Nature Based Solutions,
Nuveen

SUMMARY

Natural capital assets such as farmland and timberland offer portfolio diversification, inflation hedging, and stable returns.

They can address major challenges like biodiversity loss and climate change through nature-based solutions.

Environmental markets can provide new revenue streams.

Long-term trends, such as rising demand for sustainable goods and supportive policies, drive growth.

Strategic investments can yield both financial and ecological benefits.

Natural Capital is een redelijk stabiele asset class

Door Hans Amezs Fotografie Cor Salverius Fotografie



De natuur speelt een essentiële rol in het aanpakken van de klimaat- en biodiversiteitscrisis. Natural capital vormt om drie redenen een interessante asset class: het draagt bij aan duurzaamheid, biedt stabiliteit en fungeert als hedge tegen inflatie. De inzet van privaat kapitaal is daarbij onmisbaar, aangezien overheidsbudgetten onvoldoende zijn om de benodigde investeringen te realiseren.

Wat doen jullie op het gebied van investeren in natural capital en hoe verhoudt dit zich tot de algemene investeringsstrategie?

Sébastien Duquet: 'Wij beheren circa € 30 miljard en hebben de afgelopen tien jaar ongeveer € 1 miljard opgehaald voor oplossingen op het gebied van biodiversiteit en de natuur.'

Mark de Nooij: 'Als pensioenfonds investeren we voor een goed financieel pensioen voor onze deelnemers, maar ook voor een beter leefbare wereld. Natural capital is verweven in onze hele portefeuille via impact investing, engagement en ESG-integratie.'

Arnold Gast: 'Wij bieden een breed ESG-data- en onderzoeks aanbod. Vorig jaar hebben we een op biodiversiteit en natural capital gericht dataproduct gelanceerd, met honderdvijftig datapunten voor het beoordelen van beursgenoteerde bedrijven.'

Ralf Kookken: 'Hoewel wij als verzekeraar al meer dan 125 jaar in natural capital investeren, is de asset class in de institutionele wereld nog relatief nieuw. Er is sprake van groei, onder meer door duurzaamheidsoverwegingen en de lage correlatie met traditionele assets.'

Jérôme Dulong: 'Bij ons zijn klimaatoverwegingen geïntegreerd in al onze beleggingsbeslissingen via een drievoudige benadering: CO₂-reductie in real estate, vermijding via infrastructuur en

sequestratie door natural capital. Natural capital is voor ons het meest directe middel om positieve impact te maken.'

Céline Claudon: 'Wij richten ons uitsluitend op natural capital en bieden beleggingen aan in duurzame bos- en landbouw en ecosysteemherstel. We hebben \$ 6 miljard onder advies of beheer en bieden maatwerk via fondsen, separaat beheerde mandaten, en fund of funds- of adviesdiensten.'

Wat is natural capital en waarom is de natuur zo belangrijk om de klimaat- en biodiversiteitscrisis aan te pakken?

Dulong: 'Natural capital is alles wat te maken heeft met de producten en diensten die de natuur biedt. Zonder natuur is er geen economie. Private capital is cruciaal, want overheidsbudgetten alleen zijn niet voldoende om de nodige investeringen te financieren voor de aanpak van de klimaatcrisis.'

De Nooij: 'Niets doen maakt de problemen alleen maar erger. Je moet duurzaamheidsoverwegingen in je hele portefeuille meenemen, niet alleen in impactinvesteringen.'

Wat voor type investeerders beleggen of willen beleggen in natural capital en wat zijn hun voorkeuren?

Kookken: 'Onze fiduciaire klanten noemen drie hoofdredenen waarom natural capital interessant is: vanwege duurzaamheid, omwille van stabiliteit en als inflatiehedge. Meestal begint het met de wens om bij te dragen aan klimaat en biodiversiteit, waarbij de aandacht aanvankelijk uitgaat naar bosbouw. Meestal groeit de interesse in landbouw naarmate we dieper in de materie duiken. Bijvoorbeeld bij permanente gewassen zoals bosbessen, amandelen en pistachenoten. Hierbij wordt de grond niet verpacht, maar is een manager direct betrokken bij de operatie. Dat biedt veel mogelijkheden om actief bij te dragen aan duurzaamheid en dat vinden onze klanten interessant.'

Duquet: 'Wij hebben ruim tweehonderd investeerders in verschillende fondsen, met uiteenlopende motieven en structuren. De laatste jaren zien we meer interesse vanuit het bedrijfsleven (met name onder-

Voorzitter:

Sanne van Gorp,
PGGM

Deelnemers:

Céline Claudon,
IWC (meerderheidsbezit van BNP Paribas Asset Management)
Jérôme Dulong,
AXA IM Alts
Sébastien Duquet,
Mirova (onderdeel van Natixis Investment Managers)
Arnold Gast,
Morningstar Sustainalytics
Ralf Kookken,
a.s.r. real assets investment partners
Mark de Nooij,
MN



VOORZITTER

Sanne van Gorp

Sanne van Gorp werkt als Beleggingsstrateeg bij de strategieafdeling van PGGM. In haar rol adviseert ze PFZW over het duurzaam beleggingsbeleid van het fonds, steunend op haar academische achtergrond in zowel finance als duurzaamheid. Ze werkt aan de ontwikkeling van de nieuwe impactstrategie van PFZW en PGGM, waarbij actief gestuurd wordt op real-world impact.



Céline
Claudon

Céline Claudon is Chief Commercial Officer bij International Woodland Company (IWC), specialist op het gebied van natural capital. Zij heeft 20 jaar ervaring met beleggen in natural capital, onder meer met het evalueren van portfolio managers voor de institutionele cliënten van IWC. BNP Paribas Asset Management heeft een meerderheidsbelang in IWC.



Jérôme
Dulong

Jérôme Dulong is Head of Natural Capital Investments bij AXA IM Alts en houdt zich bezig met nature-based solutions en bosbouw. Hij is met name verantwoordelijk voor de inzet van het AXA IM Natural Capital Fund, dat is opgericht met een investering van \$ 500 miljoen door AXA Group en dat wereldwijd investeert in natuurbehoud- en herstelprojecten.



Sébastien
Duquet

Sébastien Duquet is hoofd van de afdeling DFI & Sovereign Business bij Mirova (onderdeel van Natixis Investment Managers). Hij ontwikkelt private fondsen voor ontwikkelingsfinancieringsinstellingen en stichtingen, met een focus op energietransitie en natural capital. Hiervoor was hij CIO bij Symbiotics. Duquet heeft ook leiding gegeven aan Oxus en PlanIS. Hij is mede-oprichter van FinanCités en Planet Garantie en heeft gewerkt bij Arthur Andersen en EY.



Arnold
Gast

Arnold Gast trad in 2022 in dienst bij Morningstar Sustainability, waar hij momenteel leiding geeft aan het ESG Sector Research-team. Dit team bestaat uit circa 90 onderzoeksanalisten die ESG-ratings op bedrijfsniveau geven waarbij risico's, controverses en impact op klimaatverandering worden beoordeeld. Eerder werkte Gast onder meer bij Shell Pensioenbureau Nederland, ILX, ACTIAM en Delta Lloyd Asset Management.



Ralf
Kookken

Ralf Kookken richt zich op wereldwijde infrastructuur- en natural capital-beleggingen waar a.s.r. real assets investment partners namens haar klanten in investeert. Hij ontwikkelt beleggingsstrategieën en zorgt voor de implementatie en het managen van deze beleggingen. Kookken heeft uitgebreide ervaring, zowel in Nederland als internationaal, en is bedreven in het ontwikkelen van duurzame beleggingsstrategieën, het formuleren van net-zero-beleid en het uitvoeren van klimaat-scenarioanalyses.



Mark
de Nooij

Mark de Nooij heeft een opleidingsachtergrond variërend van Elektrotechniek aan de TU Delft tot Algemeen Management aan Nijenrode en begon zijn professionele reis als Engineer bij Wartsila, gevolgd door een overstap naar MN, waar hij aan de slag ging als Investment Strategist. Bij NZ-Funds in Nieuw-Zeeland bloeide hij op als Portfolio Manager. Sinds 2012 is hij terug bij MN.

nemingen), vooral rond het veiligstellen van hun waardeketen en carbon credits. Deze bedrijven willen hun uitstoot verminderen door een beter inzicht in de CO₂-voetafdruk van hun toeleveringsketen, met name van kleinschalige boeren.

Claudon: 'Van oudsher waren pensioenfondsen en verzekeraars de belangrijkste beleggers in bosbouw en landbouwgrond. Recent zien we een groeiende interesse in natural capital van bedrijven en family offices, vaak vanuit een CO₂-reductie- of biodiversiteitsperspectief.'

Kunnen jullie een recent voorbeeld geven van een op biodiversiteit gericht project?

De Nooij: 'Voor een van onze opdrachtgevers investeren wij in bosbouw in het zuiden van de Verenigde Staten. Eén van de projecten is een conservation easement, waarbij we samen met overheden inheemse soorten herbebossen en leefgebieden herstellen. Hoewel het directe rendement hierdoor iets lager uitvalt, wordt dit volledig gecompenseerd door overheidssteun, waardoor het totale rendement behouden blijft en de ecologische waarde toeneemt.'

Dulong: 'Wij werken in Guatemala samen met een NGO, Fundaeco genaamd. Daar beschermen we bedreigde bossen aan de Atlantische kust, in samenwerking met inheemse gemeenschappen. Je ziet jaguars, zeekoeien en migrerende vogels terugkomen naar hun natuurlijke habitat. De impact op biodiversiteit is duidelijk zichtbaar.'

Duquet: 'Onlangs hebben we drie investeringen gedaan via onze Carbon Credit Strategy, onder andere in Costa Rica. Wij zijn geselecteerd door elf institutionele beleggers om een aandelenfonds voor biodiversiteit te beheren.'

'De verschillende niches binnen deze asset class hebben elk hun eigen kenmerken en daarmee diversificatievoordelen.'

Welke rol speelt natural capital in een beleggingsportefeuille en het proces van portefeuilleconstructie?

Kooken: 'Natural capital is een stabiele factor in de beleggingsportefeuille. De relatief hoge rendementen en lage risico's dragen bij aan hoge Sharpe-ratio's. De verschillende niches binnen deze asset class hebben elk hun eigen kenmerken en daarmee diversificatievoordelen. Als een klant bijvoorbeeld een voorkeur heeft voor stabiele kasstromen, adviseren wij een hogere allocatie naar landbouwgrond met eenjarige gewassen zoals soja en mais. En natuurlijk gaat het ook om bijdragen aan biodiversiteit en duurzaamheid, en om de lage of zelfs negatieve CO₂-voetafdruk van zowel landbouw als bosbouw.'

De Nooij: 'Investeerders moeten echt voor de lange termijn in natural capital gaan. Een rotatie van een bos duurt soms wel twintig, dertig of vijftig jaar. Implementatie van duurzaam bosbeheer kost tijd en alleen dan kan je ook echt impact maken.'

Claudon: 'Veel investeerders starten met closed-end-fondsen en stappen daarna over op afzonderlijke accounts of evergreen-structuren. Maar het blijft een langetermijn-asset. Die lange beleggingshorizon is een uitdaging en dat geldt ook voor de vraag waar natural capital past in je asset allocatie. Het blijft voor veel beleggers een niche. Er is nog veel educatie nodig. Je moet ook met investeerders afstemmen welk risicoprofiel en welk impactdoel ze nastreven. Sommige kiezen voor duurzame bosbouw in ontwikkelde kernmarkten met een laag risico, andere voor herbebossing in opkomende markten. Dat zijn totaal andere beleggingsprofielen.'

Duquet: 'Pensioenfondsen geven aan dat hun kasbeheer het soms lastig maakt in natural capital te investeren. Ook solvabiliteitseisen vormen een risico. Niet alle verzekeraars hebben de tools en risico-indicatoren om deze investeringen goed in te schatten. En binnen een fonds is het lastig om alle wensen van investeerders te combineren. De een wil bosbouw, de ander liever regeneratieve landbouw of circulaire economie. Dat maakt het structureren van een fonds complex. Bij carbon credits moet je goed opletten of bedrijven écht reduceren of gewoon willen compenseren. Wij accepteren alleen bedrijven met een

'Private capital is cruciaal, want overheidsbudgetten alleen zijn niet voldoende om de nodige investeringen te financieren voor de aanpak van de klimaatcrisis.'

duidelijke net zero-strategie. Anders werkt het greenwashing in de hand.'

Wat zijn de voordelen van een blended finance-structuur voor het financieren van natural capital-oplossingen?

Duquet: 'Een junior tranche van bijvoorbeeld overheden of fondsen biedt bescherming aan private investeerders. Zo kunnen we toch projecten financieren in risicovolle landen als Ivoorkust, Ghana en Bhutan. Maar een junior tranche is lastig te vinden. Het kost vaak meer dan een jaar om het rond te krijgen.'

Claudon: 'Wij hebben weinig ervaring met blended finance. De meeste partijen die hiermee komen, kunnen de junior tranche niet leveren. Wij investeren vooral in gewone equity-structuren.'

Gast: 'Voor mij draait blended finance niet alleen om structuren, maar ook om het samenbrengen van werelden. DFI's hebben impactervaring en data. Pensioenfondsen kunnen daarvan leren. Maar samenwerken vereist dat je uit je eigen hok komt.'

Dulong: 'Wij hebben positieve ervaringen met blended finance op projectniveau, bijvoorbeeld met een herbebossingsproject in het Braziliaanse Amazonegebied (met Mombak). Nadat het levensvatbaar bleek, konden we financiering aantrekken met een door de Wereldbank ondersteunde 'outcome bond'. Zo krijg je concessionele financiering voor impactprojecten, waardoor het kapitaalrisico maximaal wordt benut.'

Kooken: 'Door blended finance kunnen sommige investeringen in bijvoorbeeld frontier markten wel passend worden gemaakt binnen de strategie van institutionele beleggers omdat de risico's worden verlaagd. Het opwaarts potentieel wordt daardoor vaak wel iets beperkt.'

Hoe kunnen investeringen in natural capital worden gepositioneerd binnen het landschap van duurzame financiering en wat is er nodig om de vereiste investeringsbeslissing te ondersteunen voor real-world impact?

Gast: ‘Ik denk dat de benadering van asset allocatie op sommige punten te beperkend werkt. Alles moet in kleine hokjes passen. En bij blended finance zie je ook een opschalingsprobleem: veel van de projecten waar we over praten, zijn moeilijk op te schalen en daardoor niet interessant voor sommige grote pensioenfondsen. Dus is schaalbaarheid een uitdaging, net zoals data en rapportage uitdagingen zijn.’

De Nooij: ‘Voor meer impact heb je meer investeerders nodig, en om meer investeerders te krijgen, zijn hogere opbrengsten nodig. Er moet meer waarde worden toegekend aan carbon credits of biodiversiteitscredits, of andere vormen van credits. Je hebt meer data nodig en die moet voor iedereen begrijpelijk zijn. Er moet consensus zijn over wat de data betekent en hoe je die waardeert.’

Claudon: ‘Transparantie en wetenschappelijke nauwkeurigheid zijn essentieel om de ecologische waarde en additionaliteit van een investering overtuigend aan te tonen. Dat is voor mij cruciaal om deze asset class op te schalen.’

Duquet: ‘Het verkrijgen van de juiste data en rapportages is echt een uitdaging. De sector is enthousiast, gepassioneerd zelfs, maar ook geneigd tot veel controverse: verschillende indices, data, systemen – voor een niet-specialist is dat overweldigend. De impact van oplossingen op het gebied van biodiversiteit en natural capital is vaak moeilijk in geld uit te drukken. Totdat hun

echte duurzame bijdrage aan de economische ontwikkeling op de lange termijn volledig wordt erkend, biedt de sector een redelijk financieel rendement dat op dit moment helaas soms lager ligt dan dat van sommige conventionele sectoren. Toch is er een reëel opwaarts potentieel, bijvoorbeeld met betrekking tot certificeringspremies of carbon credits.’

Hoe bepaal je de waarde van natural capital-assets en welke meetmethoden of tools gebruik je daarbij?

Claudon: ‘Er is verschil tussen de financiële waarde en de ecologische waarde. Voor de financiële kant zijn er allerlei waarderingsstandaarden, zoals USPAP in de Verenigde Staten, en verschillende waarderingsmethodologieën. Voor het ecologische deel definiëren we per asset een aantal KPI's die we willen volgen. Daarvoor gebruiken we verschillende tools, zoals EDNA-sampling, cameravallen, bio-akoestiek, visuele inspecties. Daarnaast gebruiken we veel GIS en satellietbeelden. Dat alles verwerken we in onze ESG-rapportages. Binnen elk mandaat bepalen we samen met investeerders welke indicatoren gevolgd worden en hoe we dat precies doen. Veel zaken zijn nog in ontwikkeling. Bij natuurlijke systemen is het sowieso beter om over een langere termijn te rapporteren. We rapporteren jaarlijks, maar kijken naar impact over vijf jaar in termen van resultaten en trends.’

Gast: ‘Onze focus ligt op het leveren van tools aan investeerders om risico's te beheren, de impact te monitoren en die over hun hele portefeuille toe te passen. Wij leveren data via meerdere producten. Een van de kernproducten is ‘product involvement’: we identificeren waarin een bedrijf actief is, welke producten ze leveren, wat hun activiteiten zijn. Dat helpt investeerders om bedrijven te selecteren of uit te sluiten, of om gericht engagement te voeren. Verder beoordelen we wat bedrijven doen qua management en beleid – bijvoorbeeld rondom landgebruik – en of dat sterke beleidslijnen zijn. Een van onze grootste uitdagingen is om dat niet alleen over portefeuilles heen te doen, maar ook dieper de toeleveringsketen in. Hoe diep ga je in de keten? Hoe ver ga je rapporteren of bedrijven aanspreken op wat er upstream gebeurt? Uiteindelijk willen we dat

‘Transparantie en wetenschappelijke nauwkeurigheid zijn essentieel om de ecologische waarde en additionaliteit van een investering overtuigend aan te tonen.’

investeerders in staat zijn om hun due diligence-verantwoordelijkheden goed uit te voeren.'

Dulong: 'Voor ons is het sleutelbegrip met betrekking tot de investeringswaarde materialiteit, zowel financieel als in termen van impact. Wat is nu echt een hoogwaardig, integer project? Wij kijken naar een aantal criteria, maar één komt als meest kritisch naar voren: de broeikasgas-integriteit van het project, met name of de investering echt additioneel is. Dus met andere woorden, zou het project zonder onze investering niet plaatsvinden of zelfs schadelijk zijn? Daarvoor verzamelen we allerlei data, via geospatiale analyse, LIDAR-sensoren, enzovoort. We verbeteren voortdurend onze datacapaciteit, want we moeten zeker weten dat de impact reëel is en valideren dat er geen 'leakage' plaatsvindt. Een voorbeeld van 'leakage' is dat je een stuk bos herstelt, terwijl een paar hectare verder alles wordt gekapt. Dan zou je netto-impact nihil kunnen zijn. Daarom monitoren we niet alleen het project zelf, maar ook de omgeving. En we zorgen ervoor dat iedereen in de omgeving meeprofitteert van het behoud, zodat er geen conflicterende prikkels zijn. We controleren ook op dubbele claims en garanderen de duurzaamheid van het behoud. We hebben het gehad over fondsen van twaalf of vijftien jaar, wat lang is voor eindbeleggers, maar voor de natuur is dat niets. Als je echt impact wilt maken, moet die minstens vijftig of honderd jaar blijven. Vanaf het begin houden we rekening met verandering in landgebruik, bijvoorbeeld door conservation easements, juridisch bindende afspraken opdat het land na desinvestering beschermd blijft. Soms geven we het land terug aan lokale gemeenschappen met duidelijke prikkels voor behoud, soms aan overheden. Dat moet allemaal vanaf het begin goed geregeld zijn, anders verdwijnt je hele investering zodra je uitstapt en heeft het dus geen blijvende waarde gehad. Omdat wij over een groot onderzoeksteam beschikken, kunnen we de integriteit en impact van onze investeringen goed analyseren. We verzamelen alle data zelf, we zorgen voor transparante rapportage naar onze investeerders, en we doen dat op basis van twaalf kern impact-KPI's. Die zijn geïnspireerd door de IFC Performance Standards, maar niet exact hetzelfde, omdat

'Investeerders moeten echt voor de lange termijn in natural capital gaan. Een rotatie van een bos duurt soms wel twintig, dertig of vijftig jaar.'

onze projectontwikkelaars vaak moeite hebben om die uitgebreide standaarden volledig toe te passen. Daarom hebben we een praktische vertaling gemaakt die beter aansluit op de realiteit ter plaatse.'

Hoe beoordelen jullie de materialiteit van jullie interventies, zowel voor nature-based solutions als voor het vooraf onderkennen van bestaande risico's, en hoe pakken jullie die risico's aan?

Duquet: 'Bij ons is het vrij specifiek. Elk fonds heeft eigen metrics en een eigen aanpak om pre- en postinvesteringsimpact te meten. Die verschillen voor bijvoorbeeld onze sustainable ocean-, duurzame landbouw-, carbon credit- of energie-transitiestrategie. Elke investering heeft zijn eigen karakteristieken. We kijken altijd naar de situatie vóór de investering en vergelijken die met de situatie erna. En dan stellen we specifieke meetindicatoren op, afgestemd op elke sector. Neem bijvoorbeeld een investering in de energietransitie, zoals zonne-energiesystemen voor kleinschalige boeren. Dan meten we hoeveel CO₂-uitstoot wordt vermeden. Eerst berekenen we hoeveel uitstoot er was met de traditionele middelen (zoals kerosinelampen) en daarna wat de uitstoot is na de installatie van zonnepanelen. Daarbij houden we ook rekening met de nationale klimaatdoelen, de zogenoemde NDC's, en hoe die zich ontwikkelen. Want wat nu geldt, kan over acht jaar weer anders zijn, afhankelijk van de energiemix van een land. Voor biodiversiteit doen we iets vergelijkbaars. Bijvoorbeeld: hoeveel hectare land is hersteld? Of hoeveel hectare wordt duurzaam beheerd voor landbouw? Dat controleren we met zowel satellieten als terreinbezoeken. Onze agrarische en impactteams gaan vóór de investering ter plekke alles inspecteren, en monitoren het tijdens de hele looptijd van de investering. Vooral bij duurzame landbouw en koolstof->

projecten is het cruciaal dat lokale gemeenschappen erbij betrokken zijn en blijven. Langdurige betrokkenheid lukt alleen als de lokale gemeenschappen ervan profiteren met extra inkomen, verbeterde landbouwmethoden, noem maar op. Om zeker te zijn van de kwaliteit van onze data werken we samen met externe controleurs, bijvoorbeeld het bedrijf I Care. Zij controleren onze methodologieën en de cijfers die we rapporteren, zoals de vermeden of vastgelegde CO₂-uitstoot. Soms moeten we aannames doen en dan willen we zeker weten dat die standhouden bij een audit. We doen ons best om hoge kwaliteit na te streven, maar erkennen ook dat anderen daar anders over kunnen denken. Dat betekent dat we open en pragmatisch blijven en onze methodologieën regelmatig herzien. De cijfers kunnen zelfs tijdens de looptijd van een fonds veranderen. Dat komt doordat de wereld verandert, wat gepaard gaat met nieuwe inzichten, nieuwe rapportagemethoden, betere data. We leren voortdurend bij. We moeten transparant zijn, openstaan voor kritiek en bereid zijn om audits te ondergaan.'

Gast: 'Dat is ook onze uitdaging. We willen methodologieën het liefst consistent houden in de tijd, maar de wereld verandert. Wij krijgen betere inzichten, betere rapportages en moeten dat verwerken. Dat is lastig, want investeerders willen juist consistentie. Dus moeten we soms vasthouden aan oude rapportages, terwijl we de nieuwe er ook bij moeten doen. Dat maakt het onderzoekswerk steeds omvangrijker.'

De Nooi: 'Zelfs als je alles goed probeert te doen, ziet de data er soms gewoon niet zo mooi uit. Om een voorbeeld te noemen: als wij een stuk land bijkopen met een oud bos erop, zit daar veel CO₂ in opgeslagen. Maar om er een gezond, ecologisch waardevol bos

van te maken, moeten eerst bomen gekapt worden. Daardoor daalt het CO₂-niveau tijdelijk, en dan denken velen: wat zijn jullie aan het doen? Maar dat is dus een langetermijnstrategie. Er is meer dan een enkel getal, het draait niet alleen om de hoeveelheid CO₂. Er zit een verhaal achter en dat is precies het punt. Boseigenaren slaan CO₂ op in hout dat uiteindelijk wordt gebruikt voor woningbouw. Dan is de vraag wie die CO₂-opslag mag claimen. De eigenaren van het bos waar het hout uitkomt, of de persoon die het stuk hout heeft gekocht en het nu in zijn huis gebruikt? Die 'dubbele boekhouding' is ongelooflijk lastig.'

Dulong: 'Het draait om onze beoordelingscriteria, onze 'underwriting'. We moeten conservatief zijn in onze aanpak, omdat kennis, data en methodologieën voortdurend veranderen. Niemand weet wat er over een paar decennia gaat gebeuren. Idealiter monitor je elke boom, hoe die groeit, hoe lang het hout in een constructie blijft, enzovoort. Helaas kunnen we dat nog niet, dus moeten we zo eerlijk mogelijke inschattingen maken en daar transparant over zijn naar alle stakeholders.'

Investerings in natural capital gaan vaak gepaard met unieke risico's, zoals veranderingen in regelgeving of klimaatvolatiliteit. Hoe pak je risicobeheer aan en behaal je toch concurrerende rendementen?

Kooken: 'Brede spreiding in de portefeuille over gewastypen, sectoren, afzetmarkten, enzovoort, is essentieel. Veel risico's kun je deels inschatten op basis van historische data. Door historische gegevens te combineren met toekomstscenario's, kun je risico's beter managen. Klimaatverandering zit echter nog te weinig in historische data, terwijl het de teelt, groeiomstandigheden en het landschap sterk gaat veranderen. Een groot deel van de sector richt zich op permanente gewassen, en in dat opzicht is Californië van belang. Daar zijn in het verleden hoge rendementen gehaald met onder andere amandel- en pistacheplantages. Maar er is in die regio te veel water opgepompt, meer dan er jaarlijks wordt aangevuld. In 2014 heeft Californië daarop gereageerd met de invoering van de Sustainable Groundwater Management Act.

'Private investeringen beslaan slechts een beperkt gedeelte van beleggingsportefeuilles. We moeten ook de negatieve impact van beursgenoteerde bedrijven blijven verminderen.'

Daardoor zijn er nu vrij veel plantages met zwakke of zelfs geen waterrechten, wat de waarde van die objecten sterk heeft aangetast. Het is dus cruciaal om naar toekomstige klimaatrisico's te kijken. Wij gebruiken verschillende methoden om dat te doen. Samen met een partner kijken we naar de klimaatrisico's en de adaptiemogelijkheden op omgevings- en objectniveau over verschillende tijdsperiodes. Zo krijgen we beter inzicht in de risico's en kansen van een bos- of landbouwproject op de lange termijn.'

Claudon: 'Bij het managen van risico's, specifiek voor natural capital, is diversificatie essentieel, niet alleen qua geografie, maar ook qua soorten, markten en eindproducten. Due diligence is heel belangrijk. Zelfs binnen één regio kan de kwaliteit van assets sterk verschillen. Je kiest het beste stuk grond dat bij jouw strategie past, afhankelijk van of je meer op rendement, risico of impact stuurt. Voor ons, met echte fysieke assets, zijn natuurrisico's belangrijk. Als we keken naar schade door orkanen, bosbranden, insectenplagen, ziektes, droogte, overstromingen, ijzelstormen enzovoort, zagen we op een portefeuille van veertien miljard dollar over acht jaar gemiddeld minder dan 0,2% verlies per jaar. Dat is relatief beperkt, maar op één specifieke asset kan de impact natuurlijk aanzienlijk zijn. Daarom is verzekering belangrijk, al kun je die niet overal en altijd afsluiten. Daarnaast doen we altijd een klimaatrisico- en kansenanalyse per asset. Dan is het een kwestie van actief beheer, waarbij je je aanpast aan veranderende omstandigheden.'

Hoe werk je samen met andere organisaties of overheden om de impact van je natural capital-investeringen te vergroten? Kunnen jullie voorbeelden geven van succesvolle samenwerkingen?

De Nooij: 'Wij werken aan conservation easement-projecten, samen met bosdiensten en andere overheidsinstanties in de Verenigde Staten. Die zijn zeer waardevol voor onze investeerders, voor de biodiversiteit, voor het klimaat en voor de Verenigde Staten zelf.'

Duquet: 'Wij proberen in al onze sectoren actief coalities en partnerschappen op te

'Langdurige betrokkenheid lukt alleen als de lokale gemeenschappen ervan profiteren met extra inkomen, verbeterde landbouwmethoden, noem maar op.'

bouwen. In de bosbouw hebben we onlangs een samenwerking aangekondigd met FSC, de Forest Stewardship Council. Wij stimuleren al onze deelnemers zich te laten certificeren, bijvoorbeeld via Rainforest Alliance. Dat is belangrijk, want het toont dat een partij is gegroeid in duurzaamheid. Het helpt ook om externe verificatie te hebben: wordt er echt duurzaam gewerkt, of lijkt dat alleen maar zo? Bovendien kan certificering extra inkomsten genereren, bijvoorbeeld voor kleine boeren die gecertificeerde cacao of koffie telen. Voor FSC-gecertificeerd hout geldt hetzelfde. Daarnaast werken we samen met databureaus om onze analyses en impactmetingen te versterken. We hebben meerdere van dat soort partnerschappen gesloten om onze visie op impact verder onderbouwd te krijgen. Ten derde zijn we actief betrokken bij coalities en brancheorganisaties, bijvoorbeeld bij de TNFD, de Taskforce on Nature-related Financial Disclosures. We maken al vele jaren deel uit van een werkgroep binnen de TNFD en leveren daar actief inhoudelijke bijdragen.'

Dulong: 'Wat betreft bosbouw: certificering is cruciaal. Al onze bossen zijn gecertificeerd volgens FSC of PEFC, en we streven ernaar om dubbele certificering te blijven behalen. Op die manier dekken we zowel biodiversiteit, koolstofopslag als duurzaam beheer volledig af. Bosbeheer bestaat uit meerdere lagen. Je hebt de eindbeleggers, wijzelf als investeringsmanager, en de bosbeheerder ter plaatse. Daarbovenop werk je vaak samen met lokale partijen en NGO's. Als je al die lagen weet te activeren en op één lijn krijgt, ontstaat een krachtig ecosysteem. Door samenwerking te stimuleren gaat iedereen beter presteren. In Finland hebben we een project waar we samenwerken met een papierproducent. We verbeteren daar het >

bosbeheer, zorgen dat al het papier FSC-gecertificeerd is, en dat alles wat in het bos gebeurt ook echt aan de standaard en onze interne eisen voldoet. De fabrieken van de papierproducent zijn dusdanig ingericht dat ze alles uit het bos gebruiken, en dat zo dicht mogelijk bij de bron, dus minimaal transport. In opkomende markten werken we, zoals ik al eerder vertelde, samen met lokale gemeenschappen, NGO's en overheden. We richten ons met name op opbrengstverdeling en -voordeel voor de lokale bevolking. Samen met NGO's hebben we bijvoorbeeld vrouwenklinieken opgezet in de gemeenschappen zelf. Door samen te werken met lokale gemeenschappen, de overheid en NGO's die financiering en coördinatie bieden, brengen we het hele ecosysteem bij elkaar. Dat levert niet alleen sociale impact op, maar ook financiële voordelen voor het project. Tot slot wil ik nog een voorbeeld noemen van hoe we investeren in de hele waardeketen. We hebben een belang genomen in een bedrijf, Chloris Geospatial, dat zich bezighoudt met het verzamelen van natuurgegevens via satellietbeelden. Zij meten onder andere de biomassa voorafgaand aan andere investering, tijdens het project en na afloop. Zo kunnen we nauwkeurig vaststellen hoeveel CO₂ er daadwerkelijk is vastgelegd door groei van bomen. We kunnen ook 'leakage' opsporen, bijvoorbeeld ontbossing in de directe omgeving. En we kunnen beoordelen of er sprake is van echte additionaliteit, dus of het project iets oplevert dat anders niet was gebeurd. Door die aanpak kunnen we waarde creëren via de kwaliteit van de CO₂-credits, via ecosystemen die geleverd worden en via mogelijke vervolginvesteringen. Doordat we aandeelhouder zijn in de project-ontwikkelaar, meefinancieren in het project en betrokken zijn bij de land-verwerving, kunnen we langs de hele waardeketen waarde ontsluiten.'

Willen jullie tot slot nog iets kwijt?

Dulong: 'In de huidige volatiele macro-economische omgeving met betrekking tot het overheidsbeleid is het een geruststellend teken dat kapitaal uit de private sector de goede kant opgaat. Laten we dus positief blijven en geloven dat we de komende twintig à dertig jaar de juiste

beslissingen zullen nemen met een nog langere positieve impact.'

Kooken: 'Wat we niet hebben aangestipt, is het toenemende gebruik van engineered wood products zoals kruislaaghout (CLT) en gelamineerd hout (glulam) in bouwprojecten als vervanger van beton en staal. Dat hout slaat CO₂ op en wordt toegepast in gebouwen, waar die CO₂ dan lang opgeslagen blijft. Tegelijkertijd voorkom je de productie van staal en beton, die erg vervuילend is. Ik zie dit steeds vaker in de Verenigde Staten. Maar ook in Nederland ontstaan meer projecten waarin dit wordt toegepast. Dat is, zowel vanuit een duurzaam als vanuit een financieel perspectief, een veelbelovende trend.'

Duquet: 'De klimaatverandering heeft grote impact op de natuur, maar daar bestaan oplossingen voor. Doordat de effecten van klimaatverandering nu steeds zichtbaarder worden, denk ik dat we sneller in beweging zullen komen. We begrijpen ook steeds beter wat natuurlijke systemen waard zijn. Als we die waarde kunnen vastleggen – via CO₂-credits, bescherming, enzovoort – dan verandert het hele paradigma van financieel investeren.'

Gast: 'Het is fantastisch om te zien dat private investeringen met positieve impact op natural capital zo ver ontwikkeld zijn. Deze investeringen beslaan echter slechts een beperkt gedeelte van beleggingsportefeuilles. In de wetenschap dat onze natuur zich snel kan herstellen, moeten we ook de negatieve impact van beurs-genoteerde bedrijven blijven verminderen.'

Claudon: 'Er zijn verschillende zaken die in ons voordeel werken. Ten eerste de investeringsbereidheid. Steeds meer mensen zijn zich ervan bewust dat natural capital-investeringen bijdragen aan het oplossen van de crises van klimaatverandering en biodiversiteitsverlies. Ten tweede de inkomstenkant. Er ontstaan nieuwe inkomstenstromen en aantrekkelijke rendementen. Ten derde de technologie. AI, remote sensing en blockchain zijn enorme stappen vooruit voor onze sector. En tot slot regelgeving. Er komt steeds meer regelgevend kader dat de asset class natural capital ondersteunt.' ■

IN HET KORT

Natural capital omvat de natuurlijke hulpbronnen en ecosystemendiensten die de aarde levert en die essentieel zijn voor ons leven en welzijn, zoals bossen, water, bodem, lucht en grondstoffen.

De asset class is in de institutionele wereld nog relatief nieuw. Er is sprake van groei, onder meer door duurzaamheidsoverwegingen en de lage correlatie met traditionele assets.

Natural capital is een stabiele factor in de beleggingsportefeuille. De relatief hoge rendementen en lage risico's dragen bij aan een hoge Sharpe-ratio.

Beleggers moeten echt voor de lange termijn in natural capital gaan.

De impact van oplossingen op het gebied van natural capital is vaak moeilijk in geld uit te drukken.

Steeds meer beleggers zijn zich ervan bewust dat investeringen in natural capital bijdragen aan het oplossen van bijvoorbeeld klimaatverandering.

Oranje is het nieuwe Groen

President Trump haat groen beleid, maar stimuleert onbedoeld de grootste duurzaamheidsbeweging ooit. Zijn tegendraadsheid blijkt Amerika's geheime klimaatwapen.

Bij de opname van een podcast die ook beschikbaar zou zijn in de Verenigde Staten kreeg ik vooraf van een compliance-afdeling twee woorden door die ik niet mocht gebruiken. Allereerst was dat de naam van de Amerikaanse president. 'Zeg maar gewoon 'de huidige Amerikaanse regering', fluisterden ze paniekerig. 'En laat verder niet de afkorting 'ESG' vallen' – dat is blijkbaar het nieuwe vloekwoord in maar liefst achttien Amerikaanse staten.

Welkom in het bizarre universum waar degene die het Klimaatakkoord van Parijs in de prullenbak gooide per ongeluk de grootste klimaatheld van Amerika is geworden. Het is alsof je oma probeert je computer te repareren door er herhaaldelijk op te slaan, en dat het dan blijkt te werken. Onze oranje vriend (ik bedoel 'de huidige Amerikaanse regeringsleider') heeft een uniek talent: hoe harder hij tégen iets is, hoe sneller het vooruitgaat. Het is de Trump-paradox: hoe sterker de tegenwind, hoe hoger we vliegen.

Toen hij in zijn eerste termijn riep dat klimaatverandering een Chinese hoax was, vormden verschillende Amerikaanse bedrijven en staten spontaan een 'Wij Doen Het Lekker Zelf'-coalitie. Apple, Google en Walmart gingen massaal voor groen. Niet omdat de overheid het vroeg, maar juist omdat ze het níét vroeg. Het is als een puber die vegetariër wordt, puur omdat zijn ouders een barbecue organiseren.

En nu, in termijn twee, gebeurt het weer. Door zijn handelsoorlog met China worden producten duurder, waardoor Amerikanen langer met hun spullen doen. Wie had gedacht dat 'Make America Great Again' eigenlijk betekende: 'Repareer Je Oude Troep Weer' of 'Koop minder

Barbies'? Zelfs zijn obsessie met energieonafhankelijkheid werkt per ongeluk in het voordeel van windmolens en zonnepanelen. Want wat is er nou onafhankelijker dan energie die letterlijk uit de lucht komt vallen? Geen enkele buitenlandse mogendheid kan de zon gijzelen of windrechten opeisen. Dit is wat ik de 'Trump-methode voor duurzaamheid' noem: duurzaamheid bereiken door er expliciet tegen te zijn. Het is als diëten door een taartwinkel te openen – het werkt verrassend goed, al was dat nooit de bedoeling.

Voor milieuactivisten is dit een lastige pil om te slikken. Hun aartsvijand blijkt hun grootste bondgenoot. Het is alsof Darth Vader plotseling met een zonnepaneel op zijn helm rondloopt. Wat moet je dan nog? Je vastplakken aan een Tesla? Misschien is het tijd voor een nieuwe strategie. In plaats van tegen Trump te protesteren, kunnen we hem gewoon laten doen wat hij doet: per ongeluk het klimaat redden door er tegen te zijn. Hernoem 'groene energie' naar 'patriottische energie' en zeg dat windmolens de Amerikaanse adelaar sterker maken. Noem zonnepanelen 'vrijheidspanelen' en zie hoe snel ze op elk dak verschijnen.

Wie weet wordt de klimaatcrisis dankzij deze president opgelost – niet dankzij hem, maar dankzij iedereen die tegen hem inging. Het is de ultieme Amerikaanse droom: vooruitgang boeken door koppig tegen de stroom in te zwemmen. Dus laten we proosten (met een glas Gooische Grazer, natuurlijk lokaal gebrouwen bier) op de man die we niet bij naam mogen noemen, de 'orange guy' die onbedoeld de grootste groene revolutie sinds Al Gore heeft ontketend.

Want blijkbaar is in het Amerika van vandaag oranje inderdaad het nieuwe groen – een kleurverandering die niemand had zien aankomen, maar die misschien wel precies is wat de planeet nodig had. ■



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

A case for diversified private equity impact strategies

Diversification is key to successful investing, and private equity impact portfolios are no exception. By diversifying across asset classes, strategies, geographies, as well as managers, investors can mitigate risk, improve return potential, and enhance the overall resilience of their portfolios.

By Jennifer Signori

In the context of impact investing, diversification allows for a broader range of social and environmental objectives to be addressed. For instance, co-investments, that are made directly into companies alongside a private equity fund, enable impact investors to target specific high impact potential companies by evaluating their products and services. Advantages like mitigating the 'J-curve' and cost-effectiveness are generally well understood. With an impact lens, co-investments have the added benefit of broadening the number and quality of general partners (GPs), enhancing the pipeline of investment opportunities and helping to mitigate concentration risk. Moreover, co-investment opportunities at scale generally represent more mature, later-stage companies, helping to increase exposure to buyout within an impact investing portfolio.

Secondaries, both LP-led as well as GP-led, are another powerful tool in building diversified impact private equity portfolios. For impact investors, secondaries can offer increased exposure to high-impact companies that are already generating measurable outcomes, thus reducing the risk of

unproven business models and also improving liquidity options.

Both co-investments and GP-led secondaries, especially single-asset secondaries, are investments directly into companies. Relative to investments into funds where there is a relative degree of blind pool risk, these direct investments allow an investor to conduct impact diligence on a specific asset and to assess to what extent a given company's products and/or services might contribute to addressing social and/or environmental challenges. Investors can then build out an impact thesis or theory of change, tying the company's business activities to immediate outputs, short- and long-term outcomes, and impact KPIs to be tracked over time. It also allows investors to broaden the pipeline by evaluating opportunities at the company or asset level.

Expanding the opportunity set

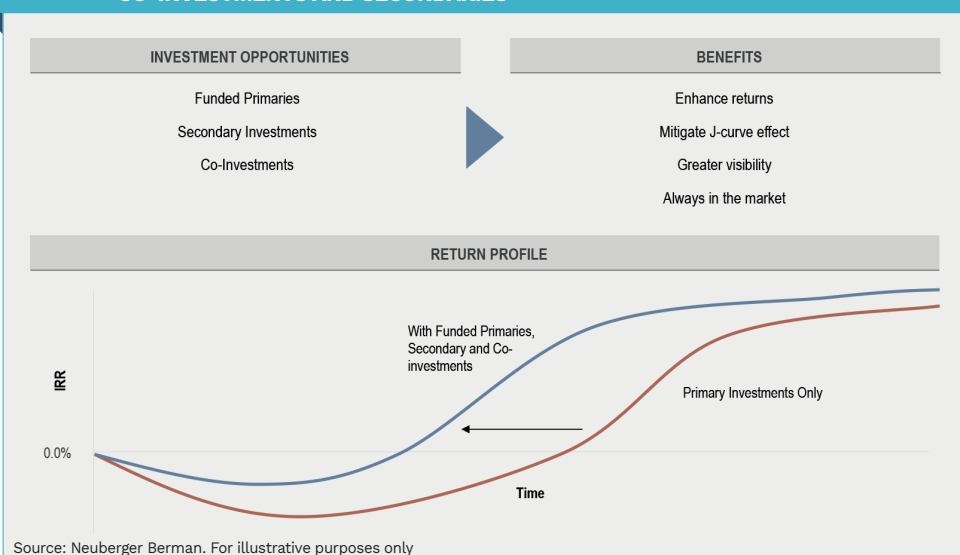
While large-cap buyouts often dominate the headlines, small- and mid-

cap buyouts represent significant opportunities for both financial returns and positive social or environmental outcomes. These companies, often earlier in their growth journeys, offer increased value creation through operational improvements, strategic positioning, and market expansion.

Overall, the private equity market experienced a rise in the number of small and middle market buyout funds over the past several years in Europe and North America. The number of closed buyout funds less than \$1 billion in size increased from 197 in 2019 to 263 in 2024 at a 6% CAGR, whereas larger buyout funds, greater than \$1 billion, decreased in number from 2019 to 2024.¹ Small and mid-cap buyout is a growing opportunity within private equity overall.

In the context of impact investing, small-cap and mid-cap companies may be more innovative, pursue underserved markets, or implement sustainable business models – all of

FIGURE 1: PORTFOLIO CONSTRUCTION BENEFITS OF CO-INVESTMENTS AND SECONDARIES



which can drive outsized impact alongside financial returns. These companies also tend to have more room for operational improvements, which can lead to substantial value creation over time.

Within impact investing, more than \$ 1 trillion has been raised over the past ten years.² Since 2014, impact capital has been raised within a wide array of strategies, with real assets having raised most of the capital in the past decade and private equity having gained significant share since 2020. However, despite strong growth in impact investing, private markets impact is still a small percentage of the overall market based on assets under management; for example, just 6% of the total capital raised in 2024.³

Historically, the representation of real assets and infrastructure within impact private capital portfolios relative to non-impact portfolios that have greater relative exposure to private equity may have skewed financial returns comparisons. Some studies have shown that private equity impact versus non-

impact investments have demonstrated comparable industry median IRR. However, the challenge remains that the track records of dedicated private equity impact funds are still early, with most realizations and exits still to come.

The ability to broaden the opportunity set to not only support dedicated private equity impact funds, but to also employ tools such as co-investments and secondaries, expands the reach within the private equity segment of the market. This supports broadening the investment opportunity set to deploy invested capital as soon as possible into high quality companies within an impact investing portfolio, while also importantly supporting the continued growth of the industry through fund commitments.

Conclusion

We believe building a diversified impact private equity portfolio that incorporates co-investments, secondaries, and fund investments requires access to high-quality deal flow, deep due diligence capabilities, and the ability to act quickly and

decisively. For many investors, partnering with a private equity platform can provide the necessary scale and access.

In today's rapidly evolving investment landscape, diversified impact private equity portfolios can offer a powerful way to achieve both compelling financial returns and positive social and environmental outcomes. Incorporating co-investments and secondaries can potentially enhance cost-efficiency, improve liquidity, and reduce risk. Meanwhile, increased diversification broadens exposure to varied private market asset classes and a range of managers. Together, these attributes of a diversified impact private equity portfolio can unlock the ability to generate attractive financial returns and create meaningful impact. ■



Jennifer Signori

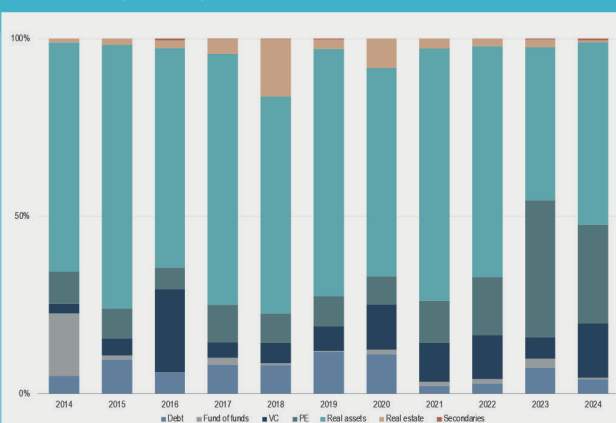
Head of Private Markets Sustainable Investments,
Neuberger Berman

- 1 Calculated using data extrapolated from Prequin. 'Buyout Historical Fundraising.' (2025).
- 2 Includes impact funds raised from 2014-2024 from Pitchbook. 'The State of Sustainable Investing in the Private Markets 2025.' (2025).
- 3 Calculated using data extrapolated from Pitchbook. 'The State of Sustainable Investing in the Private Markets 2025.' (2025).
- 4 Pitchbook. 'The State of Sustainable Investing in the Private Markets 2025.' (2025).

Disclaimer

This is a marketing document and is issued by Neuberger Berman Asset Management Ireland Limited, which is regulated by the Central Bank Ireland and is registered in Ireland, at 2 Central Plaza, Dame Street, Dublin, D02 TOX4. This is provided for informational purposes only and nothing herein constitutes investment, legal, accounting or tax advice. This material is general in nature and is not directed to any category of investors and should not be regarded as individualized, a recommendation, investment advice or a suggestion to engage in or refrain from any investment-related course of action. Investment decisions and the appropriateness of this material should be made based on an investor's individual objectives, circumstances and in consultation with his or her advisors. Any views or opinions expressed may not reflect those of the firm as a whole. Neuberger Berman products and services may not be available in all jurisdictions or to all client types. This material may include estimates, outlooks, projections and other 'forward-looking statements.' Due to a variety of factors, actual events or market behavior may differ significantly from any views expressed. Investing entails risks, including possible loss of principal. Investments in hedge funds and private equity are speculative and involve a higher degree of risk than more traditional investments. Investments in hedge funds and private equity are intended for sophisticated investors. The 'Neuberger Berman' name and logo are registered service marks of Neuberger Berman Group LLC. ©2025 Neuberger Berman Group LLC. All rights reserved.

FIGURE 2: SHARE OF GLOBAL IMPACT CAPITAL RAISED BY STRATEGY⁴



Source: Neuberger Berman

SUMMARY

While impact investing has traditionally been associated with niche opportunities, a diversified private equity impact portfolio can help deliver access, efficiency, and returns while driving meaningful social and environmental change.

A portfolio that includes co-investments and secondaries, together with fund investments, increases exposure to small-cap and mid-cap buyout and can unlock a wider range of high-quality opportunities while benefiting from the known advantages of diversification.

Voting for remuneration linked to non-financial KPIs

As impact investors, we want to see ambitious non-financial targets that underpin a company's long-term sustainability strategy, with sufficient weight to influence behaviour, and transparent disclosure to ensure clarity and accountability.

By Crystal Wong

Within our Positive Impact Equity Investment Team, we leverage our influence as institutional investors to promote sustainability by advocating for executive remuneration tied to non-financial KPIs. We actively vote on all companies within our impact funds' portfolios, and in particular we vote on remuneration policies at Annual General Meetings, opposing those without substantial links to sustainability. This reflects our commitment to fostering sustainable corporate behaviour among our investees and aligning their business practices with long-term value creation.

Insufficient linkage between remuneration and non-financial KPIs

The misalignment between executive remuneration and sustainability-related non-financial KPIs is a significant challenge. It often leads to missed opportunities in terms of

fostering long-term sustainable and financial outcomes. Research confirms that companies that do not embed sustainability targets into executive remuneration strategies struggle to motivate executives to adopt sustainable practices, leading to misalignment with societal expectations and stakeholder interests.

Recognising this issue, an increasing number of companies are integrating sustainability into their commercial strategies to better align with long-term growth objectives. Recent trends show a positive shift towards incorporating non-financial metrics more extensively across industries.

The proportion of companies in the \$ 5 billion to \$ 9.9 billion revenue range that have adopted ESG metrics as modifiers in executive pay, rose from 10.9% in 2021 to 22.8% in 2023. Moreover, for companies with revenues over \$ 50 billion, 19.6% had integrated ESG modifiers by 2023. This reflects a broader movement towards sustainability, with S&P 500 companies more than doubling the inclusion of environmental metrics, from 24.8% in 2021 to 53.6% in 2023, and the adoption of general ESG metrics surging from 25.4% to 44.5% in the same period.

While these trends indicate a growing awareness of sustainability, a more widespread and deep-rooted

commitment is essential for sustainability to become a cornerstone of business operations. Despite the progress made, challenges remain regarding the complexity and effectiveness of these non-financial KPIs. Critics argue that without clear guidelines, metrics may serve merely as superficial nods to sustainability (greenwashing), failing to reflect truly material targets for the company and its stakeholders.

To address these concerns, our Impact team advocates for the implementation of transparent, robust, and strategically aligned non-financial metrics. This approach ensures that sustainability initiatives are not only integrated into corporate strategies but are also measurable and impactful, enhancing corporate performance and accountability, and mitigating risks associated with greenwashing.

Why linkage to non-financial KPIs is vital

Integrating non-financial KPIs into executive remuneration is key to driving sustainable

FIGURE 1: NON-FINANCIAL KPIs



Source: UBP

leadership and ensuring long-term business success. How to ensure that remuneration targets are ambitious enough?

- **Materiality assessment:** we advise starting by assessing the non-financial factors most critical to the company and stakeholders. Remuneration should be linked to industry-specific areas where the company can make significant contributions. These factors should also underpin the company's short-, medium-, and long-term strategies, such as the 2030 and 2050 targets.
- **Beyond compliance:** we advise against choosing non-financial metrics solely based on regulatory demands. Instead, companies should focus on a broader range of material factors that truly reflect the company's impact potential.
- **Meaningful weighting:** we recommend a minimum 20% weighting for non-financial KPIs in remuneration to significantly influence executive behaviour.
- **Progressive integration:** we advise starting with a lower weighting, and increasing it as the company develops more quantifiable and measurable non-financial metrics.
- **Long-term and short-term incentives (LTIs and STIs):** LTIs encourage a long-term perspective, while STIs recognise annual progress. It is crucial that non-financial metrics are incorporated into both to ensure a comprehensive approach.
- **Engagement and direction:** looking beyond the percentages, we value a company's response to engagement and the progress of their metrics. A clear pathway to increasing the weightings of non-financial metrics is essential and well-regarded.

What percentage of sustainability-linked remuneration is considered sufficient or ambitious? How do we balance financial returns with sustainability performance?

Examples of best-in-class market practices

Schneider Electric¹
Schneider Electric integrates

sustainability directly into its incentive structures, with 20% of the annual variable compensation and 25% of the long-term incentive plan linked to its Sustainability Impact and External Relative Index.

Natura¹

This firm dedicates 30% of short-term incentives and long-term incentives to social engagement, sustainability, and net-zero carbon objectives, showcasing a deep commitment to ESG commitments across its operations.

Through continuous engagement and active voting, we have observed a positive trend: an increasing number of companies in our funds are linking non-financial KPIs with executive remuneration, reflecting a broader shift towards integrated sustainability practices.

Conclusion

As an institutional investor, we are dedicated to advancing sustainable corporate practices and acting as a catalyst for systemic change among listed companies through strategic voting and engagement. We recognise the transformative power of collaboration and actively seek to exchange innovative ideas and strategies with stakeholders committed to integrating non-financial KPIs into executive remuneration. By fostering these initiatives, we aim to drive substantial and measurable impact, contributing to a more sustainable and prosperous future. ■



Crystal Wong

Impact Equity Analyst, UBP

SUMMARY

Strategic Aim: Advocate for portfolio companies to set ambitious, transparent non-financial targets with sufficient weighting in executive pay to drive sustainable behaviour.

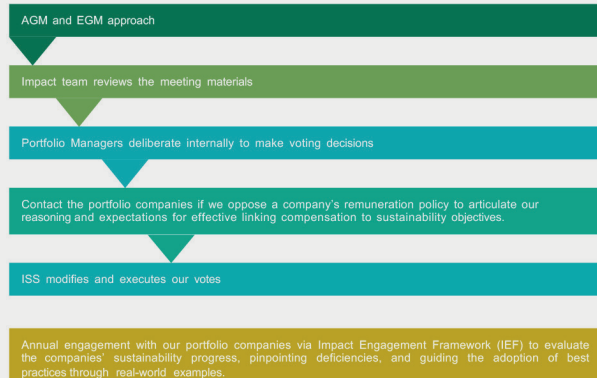
Problem: Research shows that companies without sustainability-linked remuneration struggle to motivate executives toward sustainable practices, weakening outcomes and accountability.

Current Trend: Adoption of ESG metrics in pay is rising – but often lacks depth and clear, material targets.
Metric Design: Choose KPIs that are material, measurable, and go beyond mere regulatory compliance to avoid superficial “tick-the-box” exercises.

Recommended Weighting: Set non-financial KPIs at a minimum 20 % of total remuneration to meaningfully influence executive decisions.

Best-Practice Examples: Schneider Electric and Natura integrate strong ESG-linked incentives.
Active Engagement: Leverage voting and direct dialogue (e.g., ISS proxy voting, IEF annual engagement) to push investees toward deeper integration – raising the share of companies in our funds that tie executive pay to sustainability metrics from 55 % in 2021 to 69 % in 2023.

FIGURE 2: STRATEGIC APPROACH - HOW TO ACHIEVE THESE OBJECTIVES



Source: UBP. Notes: ISS is our proxy voting company; the IEF is an annual questionnaire that assesses and monitors the sustainability aspects of companies within our funds, facilitating systematic interaction and evaluation of our influence as investors. For more detailed information, please refer to page 16 of our latest 2023 Impact Report.

¹ The securities identified above should not be considered as recommended for purchase or sale.

Reinforcing European sovereignty through defence investment

Across Europe, there is growing momentum to raise defence budgets and mobilise funding to bolster defence ecosystems. ‘Defence and cybersecurity are key to European sovereignty’, says Thomas Friedberger, Deputy CEO and co-CIO at Tikehau Capital, and we have developed a robust expertise over a number of years, seeking to finance this strategic sector across the entire value chain.

By Esther Waal

When did you start thinking about investing in defence and what was the reason behind it?

‘Since the COVID-19 crisis, we have held a firm conviction that economic value creation is shifting, from a focus on efficiency to one on resilience. For decades, declining interest rates and globalisation allowed economic players to optimise supply chains, capital structures and production footprints. Today, with the resurgence of geopolitical tension, higher interest rates and the trend towards deglobalisation, these same players are forced to strengthen their resilience by repatriating production close to the consumer, operating with greater equity cushions and investing significantly in the creation of resilience.

We believe defence and cybersecurity are fundamental to protecting our economic

model and to preserving European sovereignty. This conviction, which we have shared publicly over the past few years, led us to expand our investment activity in aerospace, defence and cybersecurity from 2020 onwards. We’ve backed this with concrete action, such as launching dedicated private equity strategies and establishing industrial partnerships with major players in these sectors. Within our listed equities strategies, we’ve also allocated capital to defence as part of our broader ambition to support European strategic sovereignty.’¹

How did you (begin to) develop your expertise in this area?

‘Our expertise in defence is the product of sustained investment and ecosystem engagement. We have dedicated investment teams for both private and listed strategies and have been actively investing in the sector for over five years.

What sets us apart is the ecosystem we’ve built. We have established close partnerships with key industry leaders – Airbus, Safran, Dassault Aviation, Thales, Sopra Steria – as well as with public institutions like the French Ministry of Armed Forces, the national cybersecurity agency ANSSI, and the aerospace industry association GIFAS. These relationships offer privileged access to technological insights, policy developments, and emerging sector trends.

Our in-house operational group includes former CEOs of defence and aerospace firms and senior military officers. Their insights help us assess opportunities and execute transactions with deep sector understanding. This multifaceted approach gives us the ability to finance key players across Europe’s defence value chain.’

What is your focus in terms of company types, themes and regions?

‘Europe has an ecosystem of defence companies that we believe are among the best in the world, encompassing both major contractors and their suppliers. These companies are not facing challenges related to know-how, but to production capacity. In our view, the record levels reached in terms of order books offer long-term visibility on the growth prospects of the sector. The listed companies in which we invest benefit fully from this outlook. Rheinmetall for example, aims to significantly increase its

‘Since the COVID-19 crisis, we have held a firm conviction that economic value creation is shifting, from a focus on efficiency to one on resilience.’

order book from € 55 billion at the end of 2024 to € 80 billion by the end of 2025.² This rapid ramp-up in production rates is placing unprecedented pressure on supply chains. What's needed is capital to strengthen the balance sheets of key suppliers so they can scale efficiently and meet delivery targets.

Through our private equity strategy in aerospace and defence, which now exceeds € 1.6 billion in assets under management, we support precisely these strategic suppliers. We take an active role, often controlling positions to support their growth. In parallel, we are one of Europe's leading private investors in cybersecurity, a core component of defence, with a dedicated € 500 million³ strategy focused on digital resilience. Through this strategy, we invest in innovative companies across the entire cybersecurity value chain: from pure cybersecurity solutions to upstream technologies that accelerate innovation in cybersecurity, and in downstream technologies, such as business applications that emphasise their level of security as a key differentiator.'

What opportunities do you see in private markets versus public markets?

'It's not necessarily a question of private versus public. Both can play important roles in financing European defence.

In private markets, we can support strategic suppliers with long-term equity, actively shaping their development through governance, investment and industrial partnerships. This is particularly important where operational transformation or consolidation is needed.

On the public side, we have a dedicated listed equities strategy, where we apply a rigorous investment process to identify companies that we consider to have quality fundamentals and solid growth prospects. We focus on those that both benefit from and contribute to European sovereignty, while being exposed to the most promising themes in this area - defence being one of them.

Ultimately, combining private and public market expertise enables us to deploy capital across the full value chain and at different points in a company's growth trajectory.'

How do you approach ESG considerations when investing in defence-related industries?

'In Europe, the production and trade of military equipment and related materials are governed by a stringent regulatory framework. The defence industry must also adhere to international standards. Importantly, beyond the exclusion of prohibited weapons (landmines, cluster munitions, chemical and biological weapons), there are no ESG regulations (neither in Europe nor in the UK) that restrict investments in the defence sector.

At Tikehau Capital, we view ESG and defence considerations as interdependent. However, due to the inherent risks associated with the nature of defence-related products, services, and the involvement of third parties, we believe that investments in this sector require a particularly rigorous approach. In recent months, we have reinforced our ESG framework for defence to help ensure that all investments align with a strict set of standards. These include the exclusion of prohibited weapons, attention to international sanctions, and alignment with the principles of the United Nations Global Compact. We also assess and monitor a range of ESG factors throughout the investment lifecycle. These include the nature of the products and services involved, compliance with export rules, supply chain standards, human rights risks and cybersecurity.' ■

- 1 Through our asset management subsidiary Tikehau Investment Management. Any investment involves risks, including but not limited to the risk of capital loss.
- 2 Source: Rheinmetall, 2024 annual results
- 3 Through our asset management subsidiary Tikehau Investment Management, data as at 31/03/2025. Any investment involves risks, including but not limited to the risk of capital loss.

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 in this document does not constitute a solicitation or an offer to anyone to subscribe, buy or sell securities, options, units of funds or any other financial instruments or services, nor a recommendation to make an investment or a 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, and recipients should rely on their own examination of such matters or on the advice of a professional advisor. Before making any investment (new or continuing), please consult a professional and/or an investment adviser as to its suitability. Tikehau Capital cannot be held responsible for any decision taken on the basis of this document. The statements contained in this document are made as at the date of the document, unless otherwise stated, and the delivery of this document does not imply that the information contained herein is correct as of any subsequent date. Tikehau Capital has made every effort to ensure that the information contained in this document, which is derived from external sources, is reliable in all respects as at the date of this document. Certain economic and market information contained in this document is derived from sources published by third parties. Although these sources are believed to be reliable, neither Tikehau Capital nor any member of its management team assumes any responsibility for the accuracy of such information. Any statement contained in this document which is made in the context of an opinion and/or belief, as well as any forecast or statement regarding expectations of future events or the potential performance of a fund, represents solely Tikehau Capital's own assessment and interpretation of the information available as at the date of this document. At 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 approved by any regulator.



Thomas Friedberger

Deputy CEO and Co-CIO,
Tikehau Capital

SUMMARY

Defence and cybersecurity are fundamental to protecting our economic model and to preserving European sovereignty.

Close partnerships with key industry leaders can offer privileged access to technological insights, policy developments, and emerging sector trends.

Capital is needed to strengthen the balance sheets of key suppliers so they can scale efficiently and meet delivery targets.

Both public and private markets can play important roles in financing European defence.

Investments in this sector require a particularly rigorous ESG approach.

Funderings- problematiek vormt beperkt financieel risico voor hypotheek- beleggers

Klimaatverandering brengt financiële risico's met zich mee voor beleggers in Nederlandse woninghypotheken. Wat is de impact van funderingsproblemen op hypotheekbeleggingen en hoe kunnen die risico's worden gemitigeerd?

Door Luuk Willems en Harmen Schot

Paalrot vormt een funderingsrisico voor Nederlandse woningen van vóór 1975 die niet gebouwd zijn op stabiele zandgrond. De houten palen waarop deze huizen rusten, worden vaak aangetast door houtrot, waardoor verzakking kan optreden. Bij woningen op stabiele zandgrond of woningen die sinds het midden van de jaren '70 zijn gebouwd met moderne betonnen palen, speelt paalrot geen rol. Wel kunnen zich daar andere funderingsproblemen voordoen.

Dit artikel richt zich specifiek op paalrot, aangezien de herstelkosten vaak aanzienlijk hoger zijn dan bij andere typen funderingen.

De voornaamste oorzaak van paalrot is een schommellende grondwaterstand. Langdurige droogteperiodes, in combinatie met actief grondwaterbeheer, kunnen leiden tot een verlaging van

het grondwaterpeil. Hierdoor worden de koppen van houten funderingen blootgesteld aan zuurstof, wat gunstige omstandigheden creëert voor schimmelgroei. Dit tast geleidelijk, maar onomkeerbaar, de structurele integriteit van het hout aan.

Funderingsproblemen zijn geen recent fenomeen. Ze zijn al meer dan 20 jaar bekend, maar een overkoepelende aanpak om de

schaal ervan te onderzoeken en mogelijke oplossingen te identificeren ontbreekt (Kok et al., 2021; Rli, 2024). Het publieke bewustzijn onder huiseigenaren is beperkt: ongeveer de helft weet niet wat voor fundering hun woning heeft. Velen gaan er bovendien ten onrechte van uit dat dergelijke schade wordt gedekt door standaardverzekeringen. Funderingsherstel gaat doorgaans gepaard met aanzienlijke kosten, waardoor huishoudens in financiële problemen kunnen raken.

Omvang, kosten en impact op woningwaarden

Schattingen wijzen erop dat tegen 2035 mogelijk tot 425.000 woningen te maken krijgen met funderingsproblemen, waarvan naar verwachting 25% als gevolg van paalrot (Rli, 2024). De herstelkosten variëren van € 54.000 tot € 100.000 per woning (KCAF, 2019). Dit komt neer op € 1.750 tot € 2.000 per vierkante meter beganegrondoppervlakte (Gemeente Rotterdam, 2025).

Dit risico is vaak niet volledig verwerkt in de marktwaarde van woningen. Oorzaken hiervan zijn onder andere beperkte kennis bij kopers, een gebrek aan prikkels voor verkopers om onderzoek te doen naar de fundering en

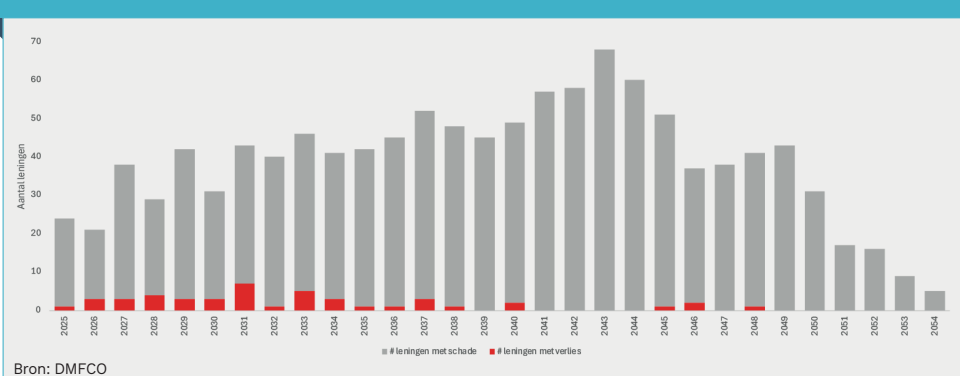
een algemeen tekort aan betrouwbare gegevens (AFM, 2025). Onderzoek toont echter aan dat, wanneer funderingsproblemen worden gemeld, verkoopprijzen tot 12% lager kunnen uitvallen (Hommes et al., 2023).

Voor beleggers in Nederlandse woninghypotheken zijn deze funderingsrisico's bijzonder relevant, aangezien de woningen dienen als onderpand. Elke structurele verslechtering of waardevermindering heeft direct gevolgen voor de waarde van het onderpand.

Risico kwantificeren via statistische modellering

De financiële impact van paalrot kan worden beoordeeld met behulp van een statistisch kredietrisico-model. Dit model identificeert woningen met risico op basis van twee hoofdcriteria: de aanwezigheid van houten palen in de fundering en de ligging op klei- of veengrond. Bodemkaarten leveren essentiële geografische gegevens, terwijl Deltares de waarschijnlijkheid van houten paalfundering heeft ingeschat op basis van locatie, bouwjaar en bodemtype. Voor elke woning wordt de kans op een houten fundering vergeleken met

FIGUUR 1: BEOORDELING VAN PORTEFEUILLEVERLIEZEN



een willekeurige waarde uit een uniforme verdeling, om te bepalen of er houten palen zijn gebruikt.

Zodra aan deze criteria is voldaan, wordt de blootstelling aan grondwater gesimuleerd om cumulatieve droogtecondities te schatten. Deze aanpak omvat zowel huidige als geprojecteerde grondwaterstanden. Waar gegevens beperkt zijn, worden historische gemiddelden gebruikt en toekomstige projecties tot 2050 uit de Klimateffectatlas, die rekening houden met factoren zoals klimaatverandering, stedelijke ontwikkeling en waterbeheer.

De mate van schade hangt af van de duur van de blootstelling. Studies geven aan dat houten palen hun draagkracht verliezen na 10 tot 20 jaar cumulatieve droogte. Deze verslechtering wordt gemodelleerd met een exponentiële schadefunctie, die de structurele integriteit geleidelijk vermindert tussen jaar 10 en 20.

Het financiële verlies als gevolg van funderingsproblemen wordt berekend op basis van herstelkosten. Die worden geschat op gemiddeld € 1.850 per vierkante meter begane grondoppervlakte. In het geval van meergezinswoningen worden deze kosten verdeeld over de individuele eenheden naar rato van hun aandeel in het totale vloeroppervlak.

Mitigerende factoren voor beleggers

De verliezen voor hypotheekbeleggers als gevolg van kosten van funderingsherstel worden beperkt door een aantal mitigerende factoren:

1. Loan-to-Value (LTV) ratio's:

Hypotheekaflossingen kunnen financiële ruimte creëren om noodzakelijke reparaties te financieren. Als de huiseigenaar in staat is om het herstel te bekostigen, kan de belegger directe verliezen vermijden, op voorwaarde dat de herstelkosten uiteindelijk worden weerspiegeld in de woningwaarde.

2. Nationale Hypotheek Garantie (NHG):

In gevallen waarin hypotheek worden gedekt door NHG, zijn de verliezen voor beleggers beperkt. Het model gaat ervan uit dat, indien er onvoldoende LTV-ruimte is, 90% van dergelijke verliezen wordt gedekt door de garantie.

Huiseigenaren kunnen tevens een beroep doen op het Fonds Duurzaam Funderingsherstel. Toegang tot dit fonds werkt ook als een verliesbeperkende maatregel voor hypotheekbeleggers, maar is verder buiten beschouwing gelaten in het model.

Een test met onderpanden uit de volledige hypotheekportefeuille van onze organisatie wees uit dat ongeveer 47% van de woningen op klei- of veengrond staat. Rekening houdend met de kans op aanwezigheid van houten palen wordt geschat dat 12% van het onderpand in de portefeuille voldoet aan de voorwaarden voor paalrot. Simulaties geven aan dat 1,1% van al het onderpand vóór het einde van de hypotheektermijn schade zal oplopen, in lijn met de huidige onderzoeksresultaten over paalrot (Deltares, 2024). Figuur 1 illustreert in grijs het aantal onderpanden met

funderingsschade als gevolg van paalrot in de tijd, vergeleken met in rood het beperkt aantal hypotheek dat daardoor, naar verwachting, verlies zal lijden.

Getroffen woningen versus verliezen

Dankzij de mitigerende factoren blijft de totale impact op beleggers beperkt. Slechts 0,04% van alle leningen zal naar verwachting leiden tot verlies. Wanneer er verlies optreedt, bedraagt dit gemiddeld ongeveer € 46.000. Dit komt neer op een totaal geprojecteerd verlies op portefeuilleniveau van jaarlijks circa 0,1 basispunt over de volledige looptijd van de hypotheek.

Dit lage verwachte verlies geeft aan dat het op dit moment niet noodzakelijk is om dit risico expliciet in ogenschouw te nemen, bijvoorbeeld bij de waardering van portefeuilles van beleggers. Niettemin zijn voortdurende waakzaamheid en monitoring essentieel.

De impact op huiseigenaren daarentegen kan wel aanzienlijk zijn, vanwege de hoge herstelkosten. Dit kan grote financiële lasten en emotionele stress tot gevolg hebben. ■

Bibliografie

AFM. (2025, 02 26). Woning-eigenaren vaak onbekend met zelf betalen van funderingsschade. https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2025/feb/pb-consumentenmonitor-hypotheekbezitters-q4-2024?utm_term=mailing&utm_medium=email

Deltares. (2024, Februari 29). [www.deltares.nl](https://www.deltares.nl/nieuws/funderingsschade-nederland-kaart-nationale-aanpak)

Gemeente Rotterdam. (2025, May 7). Duik in je Fundering. <https://www.rotterdam.nl/funderingsherstel>

Hommes, S., Philippen, S., van Reeken van Wee, J., Schreuder, C., & Ypma, F. (2023). Gemelde funderingsschade leidt tot forse prijskorting bij woningverkoop. Economisch Statistische Berichten: ESB 08(4819), 136 - 139

Kok, S., Putten, S. V., & Kraus, J. (2021). Naar een kennisagenda funderingsproblematiek. Deltares,TNO

Rli. (2024). Goed gefundeerd. Den Haag: Raad voor de leefomgeving en infrastructuur



Luuk Willems

Senior Portfolio Manager,
DMFCO Asset Management



Harmen Schot

Data Scientist,
DMFCO Asset Management

IN HET KORT

Funderingsrisico treft woningen in Nederland.

Huiseigenaren worden geconfronteerd met aanzienlijke, onverzekerde herstelkosten die vaak niet zijn verwerkt in marktwaardes.

Het risico voor beleggers wordt gemitigeerd door verbeteringen in LTV-ratio's en NHG-dekking.

Het verwachte verlies op portefeuilleniveau voor beleggers is met 0,1 basispunt zeer beperkt te noemen.

Er blijft op woningniveau onzekerheid bestaan door beperkingen in beschikbare gegevens.

Curatief zorgvastgoed wordt ten onrechte gezien als muurbloempje

Curatief zorgvastgoed biedt beleggers hoge, stabiele rendementen én maatschappelijke waarde. Deze niche krijgt weinig aandacht, terwijl gezondheidscentra en behandelklinieken juist belangrijke kansen bieden binnen institutionele vastgoedportefeuilles in een veranderend zorglandschap.

Door Joost de Baaij

Curatieve zorg is een essentiële bouwsteen in het Nederlandse zorgstelsel.¹ Het richt zich op behandeling en herstel, voorkomt zwaardere zorgtrajecten en vergroot de zelfredzaamheid van patiënten. Dat maakt deze vorm van zorg niet alleen medisch essentieel, maar ook financieel en maatschappelijk relevant. Toch gaat de institutionele aandacht binnen vastgoedbeleggingen traditioneel vooral uit naar care-segmenten, zoals seniorenhuisvesting. Cure blijft – ten onrechte – onderbelicht.

Binnen de curatieve zorg zijn verschillende lagen te onderscheiden. Eerstelijnszorg omvat onder meer huisartsen, apotheken en fysiotherapeuten. Deze zorg wordt steeds vaker gebundeld in geïntegreerde gezondheidscentra, veelal in stedelijke verzorgings-

gebieden. Tweedelijnszorg richt zich op planbare, minder complexe behandelingen, steeds vaker uitgevoerd in zelfstandige behandelcentra of dagziekenhuizen. Daar tussenin ontstaat een groeiende categorie anderhalvelijnszorg: zorgcentra waarin huisartsen en medisch specialisten samen optrekken in de behandeling van chronische patiënten. Tweedelijnszorg, zoals orthopedie of oogheelkunde, verschuift juist naar zelfstandige behandelcentra of dagklinieken. Deze locaties bieden efficiënte, planbare zorg buiten de ziekenhuisstructuur.

Deze ontwikkeling vraagt om flexibel inzetbaar en toekomstbestendig vastgoed. Moderne zorglocaties moeten niet alleen praktisch zijn voor artsen en patiënten, maar ook voldoen aan eisen van samenwerking, schaal-

baarheid, bereikbaarheid én duurzaamheid. Curatief zorgvastgoed vormt zo een ruimtelijke schakel in een efficiënter, wendbaarder zorgsysteem.

Structurele trends

Diverse fundamentele trends zetten de ontwikkelingen in het zorglandschap in een stroomversnelling. De rol van curatieve zorg neemt hierdoor verder aan belang toe.

1) Demografie en zorgvraag

De Nederlandse bevolking vergrijst snel. In 2040 telt Nederland naar verwachting 4,8 miljoen 65-plussers. Daarmee groeit de behoefte aan goed georganiseerde eerstelijnszorg en specialistische behandelingen in de tweede lijn.

2) Arbeidsmarktkrapte

Zorgaanbieders kampen met personeelstekorten. Goed ontworpen vastgoed kan bijdragen aan efficiëntere processen, betere samenwerking tussen disciplines en aantrekkelijkere werkomgevingen.

3) Beleidsinitiatieven en decentralisatie

Het Integraal Zorgakkoord (IZA) versnelt mede als gevolg van voorgaande

trends de beweging naar de eerste lijn, stimuleert netwerkgorg en bevordert substitutie van ziekenhuiszorg. Tegelijk stimuleert het decentralisatie van zorg naar de wijk en de regio. Dit vereist nieuwe zorgconcepten én passende huisvesting op andere locaties dan voorheen gebruikelijk.

4) Digitalisering van zorg

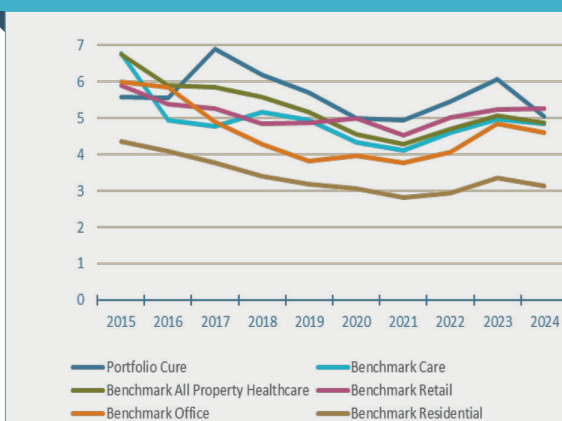
E-health en hybride zorgmodellen veranderen de eisen aan gebouwen. Locaties moeten digitale consulten, triage en thuisbehandelingen ondersteunen. Dit vraagt om ICT-infrastructuur, flexibele indelingen en minder traditionele wachtruimtes.

5) Verduurzaming en investeringsdruk

De zorgsector heeft forse verduurzamingsopgaven. Tegelijkertijd kunnen veel instellingen deze investeringen niet zelfstandig dragen. Externe kapitaalverschaffing via beleggers wordt cruciaal. Duurzaam zorgvastgoed sluit bovendien goed aan bij ESG-doelstellingen.

Curatief zorgvastgoed speelt in op al deze trends. Het stelt zorgaanbieders in staat om

FIGUUR 1: NETTO RENDEMENTEN CURATIEF ZORGFASTGOED VERSUS ANDERE SEGMENTEN



Bron: MSCI (2025), bewerking door Achmea Real Estate

zorg anders, slimmer en lokaler te organiseren. Daarmee levert het vastgoed niet alleen rendement, maar ook maatschappelijke meerwaarde.

Onderschat beleggingssegment

Ondanks de maatschappelijke urgentie en beleidsmatige rugwind blijft de institutionele allocatie naar curatief zorgvastgoed beperkt. Dat is opvallend, want het segment heeft een sterk beleggingsprofiel. Enkele onderscheidende beleggingskarakteristieken:

1) Voorspelbare huurinkomsten

Huurders opereren binnen een gereguleerd zorgstelsel, vaak gefinancierd via de Zorgverzekeringswet. Dit zorgt voor voorspelbare inkomsten en lage leegstand. Contracten van tien jaar of langer zijn gebruikelijk, met indexatie.

2) Hoog netto rendement

Uit praktijkdata blijkt dat curatief zorgvastgoed in de afgelopen jaren structureel een hoger netto aanvangsrendement heeft opgeleverd dan veel traditionele vastgoedsegmenten, zoals kantoren of winkels (Zie Figuur 1). Het combineert rendement met maatschappelijke impact.

3) Lage volatiliteit

Curatief zorgvastgoed kent een beperkt prijseffect van economische cycli. Daarmee vormt het een defensieve belegging met stabiele kasstromen. De combinatie van rendement en risico in termen van volatiliteit is aantrekkelijk.

4) Functionele gebondenheid

Gebouwen zijn afgestemd op zorgprocessen. Daardoor ontstaat locatiebinding en een laag mutatie-risico.

Voorals huisartsen en apothekers hebben een sterke lokale verankering.

5) ESG-waarde

Investerings in dit segment dragen aantoonbaar bij aan maatschappelijke doelen: betere zorgtoegang, kortere wachttijden, lagere zorgdruk en duurzamer vastgoedgebruik.

Curatief zorgvastgoed vormt daarmee een krachtige combinatie van financieel rendement en maatschappelijke relevantie. Juist in tijden van stijgende zorgkosten, ESG-verantwoordingsdruk en economische onzekerheid is dat aantrekkelijk.

Beheersbare risico's

Zoals elk vastgoedsegment kent ook curatief zorgvastgoed risico's. De risico's zijn vooral beleidsmatig van aard, met aanvullende aandacht voor technologische veroudering van vastgoed en de beperkte marktliquideit. Deze risico's zijn beheersbaar door actieve monitoring, portefeuillediversificatie en een scherpe focus op toekomstbestendige concepten die aansluiten bij maatschappelijke en beleidsmatige ontwikkelingen, zoals het Integraal Zorgakkoord.

De grootste uitdaging voor beleggers ligt in de beperkte schaal en toegang tot passende objecten. Curatief zorgvastgoed is een versnipperde, relatief kleinschalige markt waarin geschikte investeringsobjecten schaars zijn. Dit vraagt om specialistische kennis, lokale marktkennis en een actieve acquisitiestrategie.

Tegelijkertijd schuilt juist in deze nichepositie een

duidelijke kans: beleggers die deze drempels weten te overwinnen, profiteren van hogere aanvangsrendementen dan andere zorgvastgoedcategorieën. Het segment vormt daarmee een onderscheidende troef binnen een gediversifieerde vastgoedportefeuille, met een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel en directe maatschappelijke impact.

Gezonde bouwsteen voor institutionele portefeuilles

Curatief zorgvastgoed biedt institutionele beleggers een aantrekkelijk en robuust profiel, waarin solide netto rendementen, voorspelbare kasstromen en maatschappelijke waarde samenkomen. In een omgeving van demografische druk, stijgende zorgkosten en verduurzamingsopgaven vormt dit segment een krachtig instrument om financieel én maatschappelijk rendement te combineren.

Het onderscheidend vermogen ligt in de structureel hogere netto rendementen, de beperkte correlatie met economische cycli en de directe koppeling aan maatschappelijke behoeften. Daarmee past curatief zorgvastgoed uitstekend binnen portefeuilles met een laag risicoprofiel en lange beleggingshorizon.

Succesvol investeren vraagt wel om specialistische kennis, een actieve acquisitiestrategie en samenwerking met zorgpartijen. Beleggers die nu stappen zetten in deze relatief onontgonnen markt, positioneren zich voor aantrekkelijke langetermijnvooruitzichten. ■



Joost de Baaij

Research Manager,
Achmea Real Estate

IN HET KORT

Curatief zorgvastgoed biedt hoge netto rendementen bij lage volatiliteit. Het kent een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel en beperkte conjunctuur-gevoeligheid.

Binnen curatief zorgvastgoed is doorgaans sprake van langjarige huurcontracten met kredietwaardige zorgaanbieders.

Curatief zorgvastgoed past als defensieve, impactgedreven bouwsteen binnen gediversifieerde vastgoedportefeuilles. Het combineert financieel rendement met maatschappelijke waarde in toegankelijke, toekomstbestendige zorg.

¹ Dit artikel is gebaseerd op een uitgebreide Position Paper: 'Curatief Zorgvastgoed, robuust renderend' en te downloaden via www.achmearealestate.nl

ACTIEF OF PASSIEF: NIEUWE DILEMMA'S VOOR BELEGGER

Actief of passief beleggen: het debat blijft actueel. Beide strategieën zijn inmiddels stevig verankerd in menig portefeuille, maar veranderende marktomstandigheden, regelgeving en maatschappelijke eisen maken de keuze ertussen allesbehalve vanzelfsprekend.

Door Esther Waal

Waar passieve strategieën lange tijd mede dankzij hun lage kosten en transparantie terrein wonnen, dwingen de huidige marktvolatiliteit en geopolitieke onzekerheden beleggers wellicht tot heroverweging.

Tegelijk staan institutionele beleggers onder druk om duurzaamheid en maatschappelijke impact expliciet te integreren in hun portefeuilles. Maar hoe verhouden standaard indices zich tot die ambities? Kun je met passieve strategieën effectief inspelen op ESG-doelstellingen, of is daar juist actieve sturing voor nodig?

Ook op portefeuilleniveau spelen dilemma's. Indexbeleggen leidt soms tot onbedoelde concentratierisico's,

hetgeen recentelijk duidelijk werd door de dominantie van de Magnificent 7 in brede, markt-gewogen indices. Hoe 'passief' is passief beleggen dan nog?

Daarbovenop brengt de invoering van de Wtp nieuwe afwegingen met zich mee. Het nieuwe pensioenstelsel vraagt om transparantie en uitlegbaarheid, ook ten aanzien van kosten. Passieve strategieën passen hier goed bij. Maar bieden ze ook de benodigde flexibiliteit en dynamiek?

In deze special delen verschillende experts hun inzichten over enkele actuele vraagstukken in het speelveld tussen actief of passief beleggen.



Alfred Slager

Hoogleraar Institutionele Beleggingen, Vrije Universiteit Amsterdam

‘Hoe complexer de index, hoe groter de kans op onverwachte gevolgen.’

In hoeverre kunnen passieve strategieën voldoende inspelen op duurzaamheid en maatschappelijke impact?

‘Is het niet beter om je af te vragen hoe passieve strategieën hierop zouden moeten inspelen? Het is positief dat bij passieve strategieën niet alleen naar de belangrijkste financiële kenmerken wordt gekeken, maar ook steeds vaker naar hoe bedrijven omgaan met duurzaamheidsontwikkelingen. Tegelijkertijd worden steeds meer criteria in de samenstelling van indices verwerkt. Zo’n index moet onderhand van alle markten thuis zijn. Daarmee vragen we misschien wel te veel van passieve strategieën. Hoe complexer de index, hoe groter de kans op onverwachte gevolgen. Als maatschappelijke impact het doel is, passen private investeringen daar vaak beter bij. In dat domein is de discussie tussen actief en passief bovendien minder relevant.’

Heeft de Wtp invloed op de keuze tussen actief of passief beleggen?

‘Daar heb ik geen uitgesproken mening over. Het lijkt me opmerkelijk als pensioenbesturen door de Wtp ineens allerlei nieuwe actieve beleggingsmogelijkheden zien die er daarvoor niet waren. Dan is de vraag waarom die mogelijkheden eerder niet benut werden. Alleen wijzen op de VEV-restrictie lijkt me daarvoor een wat beperkt antwoord. Andersom geredeneerd: pensioenbesturen die door de Wtp meer passief gaan beleggen, doen dat niet omdat ze plotseling tot de conclusie komen dat actief beleggen niet bij hen past. Eerder is het zo dat ze na de invoering van de Wtp meer tijd en aandacht willen besteden aan IT-systemen, communicatie of andere zaken. Door passiever te beleggen, creëren ze ruimte in hun ‘governance-budget’ om zich daarop te richten.’

Effi Bialkowski

Senior Portfolio Manager, Van Lanschot Kempen



In hoeverre kunnen passieve strategieën voldoende inspelen op duurzaamheid en maatschappelijke impact?

‘Passieve strategieën kunnen zeker inspelen op duurzaamheid, vooral via uitsluitingen en ESG-tilting. Denk aan uitsluitingen op basis van bedrijfsactiviteiten, duurzaamheidsscores, broeikasgasuitstoot of normenschendingen. Ook kunnen duurzame activiteiten binnen een index overwogen worden.’

We zien verschillende gradaties van duurzaamheidsintegratie in passieve strategieën. Sommige indexoplossingen beperken zich tot het uitsluiten van de meest controversiële bedrijfsactiviteiten en/of normschendingen, terwijl er ook oplossingen zijn die een bredere set aan criteria toepassen, gecombineerd met een tilting-mechanisme naar een positieve bijdrage aan de SDGs.

Duurzaamheidsintegratie in passieve strategieën kent echter ook beperkingen.

De data die wordt gebruikt door indexproviders is bijvoorbeeld vaak grotendeels terugkijkend en ook niet altijd volledig onbetwist. Voor de maximale maatschappelijke impact en additionele waardecreatie blijft een actieve of hybride benadering vaak de beste keus.’

Hoe passief zijn indices tegenwoordig?

‘Wij spreken zelf bij voorkeur over indexing. Zelfs de meest ‘passieve’ indices hebben immers actieve elementen. De keuzes die gemaakt worden bij de indexsamenstelling, ESG-integratie, sectorwegingen en replicatiemethoden maken dat passieve strategieën vaak actieve elementen bevatten. Ook de keuze voor een bepaalde regio of sector is een actieve keuze die veel meer impact kan hebben dan de keuze om actief een index te volgen. De term ‘passief’ verwijst dus vooral naar de uitvoering, niet naar de beleidsmatige keuzes die eraan voorafgaan.’

‘Duurzaamheidsintegratie in passieve strategieën kent beperkingen.’



Eelco Ubbels

Founder, Asset Allocation Specialist, Alpha Research NL

Astrid Smit

Investment Strategist, Alpha Research NL

Frank Dankers

Analist, Alpha Research NL



In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele en inflatiegevoelige markt?

‘In het debat over actief versus passief beleggen loont het om eerst naar het speelveld te kijken. Om de mogelijke keuzes goed te onderscheiden, worden hieronder de onderdelen asset allocatie en fondsselectie in een kwadrant geplaatst. Er zijn vier mogelijke combinaties te maken met asset allocatie en fondsselectie: actieve allocatie en actief beheerde fondsen, actieve allocatie met passieve fondsen, passieve allocatie met actieve fondsen en passieve allocatie met passieve fondsen. Elke benadering vraagt om andere skills – en vooral: een duidelijke visie op waar je als organisatie waarde toevoegt.

Actief op beide vlakken (#1) – allocatie én fondsselectie – klinkt aantrekkelijk, maar leidt vaak tot frictie. Denk aan een goed asset allocatiebesluit, waarbij de gekozen actieve fondsen toch achterblijven. Bij actief beheerde fondsen is een langere beleggingshorizon cruciaal, maar dit gaat moeilijk samen met regelmatige veranderingen in de allocatie. Je kunt niet én keeper én spits zijn. Focus is cruciaal.

Tegelijkertijd is passieve allocatie + passief beheer (#4) wel érg relaxed: de allocatie staat vast en je vertrouwt volledig op wat de indices bieden – inclusief

concentratierisico's, wegingen op basis van marktkapitalisatie en sectorbiases. Maar bij deze benadering kan er voorbij worden gegaan aan de vraag of bepaalde beleggingscategorieën nog wel voldoende rendement op kunnen leveren (bijvoorbeeld bij heel lage rente of hoge waarderingen) en of concentratierisico's bij de market-capbenadering niet te groot worden. Het is alsof je een voetbalelftal automatisch opstelt zonder analyse van de tegenstander en zonder te kijken wie fit is.

Daarom zie je in de praktijk vaak de combinatiestrategieën:

- Actieve asset allocatie met passieve implementatie via ETF's (#2) – tactisch inspelen op macrothema's als inflatie, geopolitiek of rente, zonder afhankelijk te zijn van individuele fondsmanagers.
- Of juist passieve allocatie met actieve selectie (#3) – langetermijnportefeuilles opgebouwd rond zorgvuldig gekozen fondsen.

Als je als belegger wilt inspelen op de volatiliteit van de markten en op het thema inflatie, is sturing op allocatieniveau vaak effectiever dan focus op fondsselectie. Dat pleit dus voor strategie #2. Maar de kernvraag die je jezelf altijd moet stellen, is: waar ligt mijn skill? Weet waar jij en je team goed in zijn, ken de regels van het spel, maak je keuzes – en probeer niet alles tegelijk te doen.

‘Actief op zowel asset allocatie als fondsselectie leidt vaak tot frictie.’





Rishma Moennasing

Hoofd Beleggingsfondsen en Mandaten, Rabobank Investment Office

‘Er is steeds meer vraag naar equal weight indices.’

In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele, inflatiegevoelige of geopolitiek onrustige markt?

‘Over het algemeen kiezen we bij grote efficiënte markten, zoals een wereldwijde belegging, ofwel voor exposure naar een grote markt, zoals de VS of Europa, ofwel voor een passieve belegging. Voor een actieve beheerder is het over het algemeen moeilijker om de index te verslaan in deze efficiënte markten. Een passieve invulling kan in dit soort bijzondere tijden in de markt prima samengaan met een actieve aanvulling. Een actieve beheerder kan bijvoorbeeld op bedrijfsniveau bekijken of de invoerheffingen van president Trump de activiteiten en resultaten van een bedrijf raken en zijn fonds daarop aanpassen. In deze markt kan actief beheer daarom zeker waarde toevoegen.’

Hoe passief zijn indices tegenwoordig?

‘Een paar trends zijn merkbaar. Er is steeds meer vraag naar equal weight indi-

ces om de effecten van bubbels, zoals de techbubbel met de Magnificent 7, op de resultaten en volatiliteit van een index te verminderen. Ook is er nu meer vraag naar indices die wereldwijd exclusief de VS beleggen. Dit heeft alles te maken met het geopolitieke sentiment, waarbij beleggers meer kiezen voor een onderweging van de VS, of om helemaal uit Amerikaanse aandelen te gaan en dit te investeren in Europa. De belangstelling voor indices met Europese aandelen, en in het bijzonder in de regio of een landenindex zoals de DAX, neemt dan ook toe. Ook is er meer vraag naar indices die in Europa in specifieke thema's zoals innovatie, defensie en productie van kapitaalgoederen, halfgeleiders of clouddiensten beleggen. Vooral dat laatste segment wordt nu nog gedomineerd door Amerikaanse techbedrijven. Wellicht rijkelijk laat, maar Europa lijkt tot het inzicht te zijn gekomen dat we op bepaalde kernactiviteiten te afhankelijk zijn geworden van de VS. Wat dat betreft heeft president Trump Europa wel wakker geschud.’

Marc van Maarle

Senior Institutioneel Vermogensbeheerder, Index People

Hoe moet je omgaan met concentratierisico's in passieve portefeuilles?

‘Spreiding van risico's is de enige ‘free lunch’ bij beleggen. Voor onze organisatie geldt dat een grote mate van spreiding noodzakelijk is om concentratierisico's te mitigeren. Dit geldt niet alleen voor losse aandelen, maar ook voor regio's en (sub-) asset classes. Daarom is de passieve voorkeurspropositie voor onze klanten gebaseerd op een regionale verdeling van de aandelenbeleggingen op basis van de verdeling van het wereldwijde BNP zoals door het IMF gepubliceerd. Het automatische gevolg hiervan is dat Amerika voor ongeveer 35% meeweegt, terwijl een grotere allocatie naar opkomende landen en Europa het logische gevolg is. Verder voegen wij ook nog small cap-aandelen toe om een verdere spreiding te bewerkstelligen.’

In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele, inflatiegevoelige of geopolitiek onrustige markt?

‘Bij ons worden passieve klantportefeuilles ingericht op basis van risicobereidheid in combinatie met de beleggingshorizon van de klant. Niet alleen de gebruikte beleggingsoplossingen worden passief beheerd, maar ook het beleid is passief. Het bewaken van de risicoprofielen is gebaseerd op rules-based herbalanceren van klantportefeuilles, waarbij emoties en verwachtingen worden uitgesloten. Aangezien wij financiële markten niet kunnen voorspellen, is ons enige doel om de beleggingsportefeuilles in lijn te houden met de gewenste risicoprofielen van klanten. Een bijkomend voordeel hiervan is dat deze methodiek verplicht tot winstnemen bij grotere stijgingen en tot bijkopen bij dalingen.’



‘Spreiding van risico's is de enige ‘free lunch’ bij beleggen.’



Wim Zwanenburg

Beleggingsstrateeg, Stroeve & Lemberger

“Passief” is iets anders dan lijdzaam toekijken.

In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele, inflatiegevoelige of geopolitiek onrustige markt?

‘Met passieve strategieën voorkom je een overreactie op marktturbulentie en geopolitieke onzekerheid. Je blijft belegd in de markt, in plaats van emotioneel gedreven koop- of verkoopbeslissingen te nemen. Met passieve fondsen die brede indices volgen, ben je automatisch goed gespreid over sectoren, regio’s en bedrijven. Dit dempt individuele risico’s. In een markt waarin de volatiliteit is toegenomen, bijvoorbeeld door Trumps protectionistische handelsbeleid en onzekerheid over importtarieven, logistieke ketens en inflatie, is de kans op selectiefouten van actieve managers groter. Kies je toch voor actief beheerde fondsen – en dat kunnen ook ‘Active ETF’s’ zijn, kies dan voor fondsmanagers die trouw zijn aan hun overtuigingen en een lage portefeuilleomzet-snelheid hebben. Dus ‘passief’ zijn, hetgeen iets anders is dan lijdzaam toekijken.’

Hoe moet je omgaan met concentratierisico’s in passieve portefeuilles?

‘Veel indexfondsen zijn als marktwaarde-gewogen passieve fondsen zwaar gewogen in groeiaandelen (zoals technologie), die gevoeliger zijn voor rentestijgingen als gevolg van inflatie. Na de excellente beleggingsresultaten van de Magnificent 7 was hun gewicht en de concentratie eind 2024 fors toegenomen. Bij geopolitieke schokken en een plotselinge verschuiving van regioselectievoorkeuren, zoals in de eerste maanden van 2025, is er tevens een grotere gevoeligheid voor winstnemingen. Een keuze voor ‘gelijkgewogen’ passieve fondsen ligt dan voor de hand. Het tij kan echter snel keren. De goede beleggingsresultaten van veel technologieaandelen waren niet alleen te danken aan opgelopen waarderingen, maar ook aan de forse winstgroei en margeverbetering. Dienstverlenende bedrijven en softwareleveranciers hebben minder last van importheffingen.’

CONCLUSIE

De gesprekken met onze zes experts laten zien dat het onderscheid tussen actief en passief beleggen geenszins zwart-wit is. Passieve strategieën worden verfijnder en kunnen steeds beter duurzaamheidscriteria integreren. Toch zit er een grens aan hun effectiviteit op het gebied van duurzame impact. Juist daar blijven actieve benaderingen aantrekkelijk, zeker in het private assets-domein.

In onrustige markten bieden passieve strategieën rust, discipline en brede spreiding. Vooral in efficiënte markten bewijzen zij hun waarde, maar ‘actief’ kan helpen om in te spelen op specifieke risico’s of kansen. Daarbij blijkt vooral actieve asset allocatie in combinatie met passieve fondsen een krachtige benadering, mits uitgevoerd met visie en focus.

Opvallend is ook dat indices zelf steeds minder ‘passief’ zijn. Passief beleggen vereist in de praktijk actieve keuzes. ‘Passief’ heeft vooral betrekking op de uitvoering, niet op de strategische keuzes die eraan voorafgaan. Onze experts erkennen de toegenomen concentratierisico’s in marktkapitalisatie-gewogen indices. Die kunnen worden beperkt via gelijkgewogen strategieën, een bredere spreiding over regio’s en thema’s of een andere aanpak. Het moge duidelijk zijn: passief en actief zijn geen tegenpolen, maar complementaire bouwstenen. Succes schuilt in focus, duidelijke keuzes en het inzetten van de juiste expertise.

Wat is het échte probleem met globalisering?

Globalisering houdt in dat ieder land en ieder bedrijf zich specialiseert in dat waar het het beste in is. In combinatie met internationale vrijhandel leidt dit tot vergroting van de totale wereldwijde productie en welvaart. Waarom is er dan zoveel weerstand tegen?

Conform David Ricardo's theorie van de comparatieve voordelen zou de wereld welvarender moeten worden door meer specialisatie. Voorwaarde daarvoor is wel dat 'productiewinsten' middels wereldwijde handelsstromen van producten, diensten, technologie en ideeën ongestoord (zonder tarieven of administratieve hindernissen zoals die binnen de EU aanwezig zijn) kunnen worden doorgegeven. Waarom zouden landen überhaupt overwegen om tarieven te heffen? Het maakt de producten voor hun burgers alleen maar duurder.

Eén negatief gevolg van globalisering is dat lokale economische activiteiten als gevolg van globalisering verdwijnen. In Nederland kennen we uit het verleden het verdwijnen van de textielindustrie, de productie van TV's, et cetera. Al deze industrieën verdwenen naar 'lagelonenlanden'. De impact op lokale gemeenschappen was en is groot. Indien de overheid dan geen adequate maatregelen neemt om de negatieve gevolgen te bestrijden, ontstaat er op lokaal niveau grote onvrede. Maar in het grote geheel betreft dit nog steeds 'incidenten' die relatief kleine groepen in een samenleving treffen. Waarom wordt die onvrede dan toch zo breed gedragen?

Het kunnen profiteren van wereldwijde verschillen in lonen, belastingen, subsidies, geografische voordelen, schaalvoordelen en dergelijke is vooral voorbehouden aan grote multinationale bedrijven. Met name tech-bedrijven, die meestal naar hun aard platform-bedrijven zijn – Microsoft, Amazon, Facebook et cetera – en daarmee wereldwijd vrijwel geen concurrentie hebben, realiseren grote (over)winsten door globalisering. De spelregels van de WTO, de World Trade

Organization, zijn ook sterk in het voordeel van grote bedrijven. Met andere woorden: globalisering levert weliswaar grote overwinsten op, maar de verdeling ervan komt niet ten goede aan 'de wereld', maar aan een beperkte groep multinationals en hun aandeelhouders.

De scheve verdeling van de extra opbrengsten van globalisering – in combinatie met de negatieve gevolgen voor regio's, MKB enz – leidt tot groeiende weerstand tegen globalisering. Een bijkomend probleem van globalisering is dat we o.a. tijdens Covid hebben ervaren dat de wereldwijde specialisatie in supply chains tot (te) grote afhankelijkheid van andere landen heeft geleid. Een aantal landen gebruikt deze afhankelijkheidspositie als politiek wapen. Dit noopt soms tot het beperken van globalisering vanuit een strategische noodzaak. Niettemin blijft er nog genoeg 'productie' over om de wereld te laten profiteren van de comparatieve voordelen. Hoe zouden we globalisering moeten inrichten om de ongelijke verdeling van lusten en lasten te verbeteren?

De OECD probeert al jaren – vergeefs – om voor multinationals een wereldwijd minimum belastingtarief in te stellen. 'Brede tarifiering op importen' doet de voordelen die globalisering biedt teniet. Een betere manier zijn specifieke belastingen als de Digital Services Tax. De EU is hier al mee bezig. In lijn daarmee zouden overheden de overwinsten door globalisering van multinationals en grote techbedrijven als Apple kunnen afnemen door specifiek belastingen op bepaalde producten en diensten te heffen. Belastingen die de bedrijven in het land waar de producten en diensten worden aangeboden en afgenomen, moeten afdragen. Indien overheden de opbrengsten van die belastingen voor investeringen in zwaargetroffen regio's en beroepsgroepen aanwenden, krijgen we een bredere en dus betere verdeling van de opbrengsten van globalisering. Door ook nog het MKB uit te zonderen van deze belastingen op bepaalde producten en diensten, vindt er een verdere herverdeling van de overwinsten van globalisering plaats. ■



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

De opmars van actieve ETF's

De opmars van actieve ETF's is een van de belangrijkste trends in de beleggingssector. Wat begon als een nicheconcept, is uitgegroeid tot een snelgroeiend segment met meer dan \$ 1 biljoen aan vermogen in actieve ETF's.

Door Alastair Baillie Strong

Ze staan nog in de kinderschoenen vergeleken met de \$ 12 biljoen aan assets in indexvolgende ETF's, maar ze groeien veel sneller, met een cumulatieve jaarlijkse groei van 59% over 5 jaar vergeleken met 23% voor indexvolgende ETF's (Figuur 1).

Het merendeel van het vermogen in actieve ETF's is geconcentreerd in fondsen die in de VS zijn gedomicileerd, goed voor meer dan \$ 800 miljard aan beheerd vermogen en 8% van de totale Amerikaanse ETF-markt. Daarentegen maken actieve ETF's slechts 3% uit van de Europese markt. Betekent dit dat de snelle adoptie van actieve ETF's alleen een Amerikaans fenomeen is? Wij denken van niet.

In de VS hebben structurele belastingvoordelen een belangrijke rol gespeeld bij het stimuleren van de vraag. Doordat ETF's (index of actief) uitkeringen van meerwaarden kunnen minimaliseren door het creatie- en terugbetalingsproces in natura te laten verlopen, kunnen ze voor sommige beleggers fiscaal interessanter blijken dan beleggingsfondsen. Dat fiscale voordeel is groten-deels uniek voor de VS en is niet beschikbaar in Europa, waar andere belastingregels en -voorschriften gelden. Bovendien heeft de VS de afgelopen drie decennia het voortouw genomen bij de invoering en ontwikkeling van (actieve) ETF's.

Terwijl de Amerikaanse

markt in omvang domineert, versnelt de groei in andere regio's. Zo is in Europa de actieve ETF-markt sterk gegroeid van \$ 38 miljard naar \$ 64 miljard in 2024.

Wat zijn actieve ETF's?

Historisch gezien was de term 'ETF' synoniem aan het passief volgen van een index. Tegenwoordig wordt een ETF beter begrepen als een wrapper: een vehikel waarin men zowel passief als actief beheerde strategieën kan onderbrengen. In essentie zijn actieve ETF's gewoon ETF's – een fondsstructuur die diversificatiemogelijkheden biedt en op de beurs wordt verhandeld, maar door een actieve beheerder wordt beheerd. Hierdoor kunnen ze de voordelen van de ETF-wrapper combineren met de voordelen van een actief beheerproces.

In tegenstelling tot traditionele ETF's, die een index volgen, streven actieve ETF's er niet naar om een benchmark zo nauwkeurig mogelijk te volgen. In plaats daarvan gebruiken ze een actieve benadering om verschillende doelen na te streven die verder gaan dan het simpelweg volgen van een index. Met deze brede definitie is het duidelijk dat actieve ETF's geen 'one-size-fits-all' oplossing zijn. Ze

kunnen worden ontworpen met behulp van verschillende benaderingen en zijn geschikt voor heel diverse beleggingsresultaten.

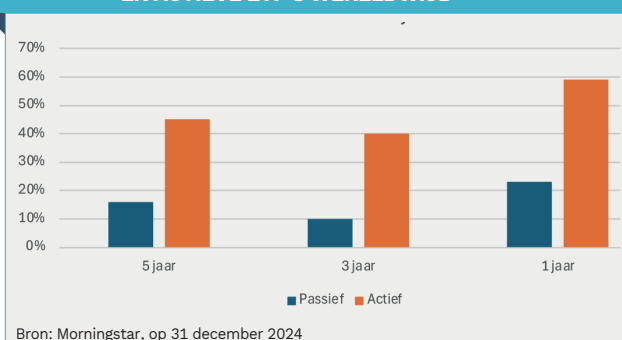
De redenen achter de adoptie van actieve ETF's

Actief beleggen vormt nog steeds de kern van beleggersportefeuilles. Tussen oktober en november 2024 hebben we samen met Coalition Greenwich een onderzoek uitgevoerd naar actuele beleggingsthema's bij institutionele beleggers en intermediaire distributeurs in Europa en Azië. De resultaten toonden aan dat actieve open-end fondsen de meest gebruikte beleggingsinstrumenten blijven, waarbij 74% van de onderzochten actieve bouwstenen in hun portefeuilles gebruiken. Onder deze beleggers gebruikt bijna een kwart (24%) actieve ETF's.

Bovendien verwachten beleggers dat het gebruik van actieve ETF's de komende 18 maanden sneller zal toenemen dan welk ander type beleggingsinstrument dan ook, met 37% van de beleggers die een toename van hun actieve ETF-allocaties verwachten. Daar zijn verschillende redenen voor: kosten verlagen, alpha genereren, duurzaamheidsdoelen of de liquiditeit verbeteren (Figuur 2).

'In het post-Covid-tijdperk is de rendementsspreiding op de beleggingsmarkten sterk toegenomen, wat nieuwe kansen biedt voor op research gebaseerde strategieën.'

FIGUUR 1: GROEI-PERCENTAGES VAN ASSETS IN PASSIEVE EN ACTIEVE ETF'S WERELDWIJD



‘Beleggers verwachten dat het gebruik van actieve ETF’s de komende 18 maanden sneller zal toenemen dan welk ander type beleggingsinstrument dan ook.’

In het post-Covid-tijdperk is de rendementsspreiding op de beleggingsmarkten sterk toegenomen, wat nieuwe kansen biedt voor op research gebaseerde strategieën. In een wereld die wordt gekenmerkt door verhoogde volatiliteit en de zoektocht naar rendement en kostenreductie, kunnen actieve ETF’s waarde bieden aan klanten en een specifieke rol vervullen in de portefeuilles van beleggers.

- Toekomstgericht beleggen: indices die gewogen worden naar marktkapitalisatie, weerspiegelen inherent prestaties uit het verleden en concentreren zich vaak op winnaars van gisteren in plaats van kansen voor morgen. Dankzij actieve ETF’s kunnen beleggers een meer toekomstgerichte benadering volgen door effecten te selecteren op basis van verwachte prestaties.
- Beleggen met controle: actieve ETF’s kunnen risicobeheerkaders integreren om effectiever door marktvolatiliteit te

navigeren. Of het nu gaat om systematische risicocontroles, discretionaire portefeuilleaanpassing of dynamische allocatie, actieve ETF’s kunnen beleggers helpen hun blootstelling te beheersen en proactief te reageren op veranderende marktomstandigheden.

- Efficiënt beleggen: actieve ETF’s bieden de liquiditeit en kostenvoordelen van een ETF-wrapper, terwijl ze professioneel beheerde strategieën bieden tegen interessante tarieven. In Europa bieden in Ierland gevestigde ETF’s een belastingvoordeel, vooral voor beleggers die exposure zoeken naar Amerikaanse aandelen, omdat ze profiteren van lagere roerende voorheffing op Amerikaanse dividenden in vergelijking met sommige andere fondsstructuren.

Verskillende aanbieders van actieve ETF’s maken gebruik van verschillende onderzoeksmethoden, technieken voor portefeuilleconstructie en kaders voor

risicobeheer, die allemaal een aanzienlijke invloed kunnen hebben op de prestaties. De vaardigheden van de portefeuillebeheerders, de robuustheid van hun beleggingsmodellen en de doeltreffendheid van hun strategie zullen natuurlijk verschillen van bedrijf tot bedrijf. Door op strategische locaties in belangrijke kapitaalmarkten aanwezig te zijn en gebruik te maken van lokale kennis en toegang tot bedrijven om grondige due diligence-onderzoeken uit te voeren naar bedrijven en hun klanten, leveranciers en concurrenten, kan inzicht worden verkregen in de kansen en risico’s voor individuele bedrijven en de sectoren waarin ze actief zijn. Met deze inzichten kunnen strategieën worden ontwikkeld die beter presteren dan de benchmark en beleggers helpen de gewenste resultaten te bereiken. ■

Disclaimer

Belangrijke informatie: Deze informatie mag niet worden gekopieerd of verspreid zonder voorafgaande toestemming. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden, tenzij anderszins specifiek vermeld door een naar behoren gereguleerde firma in formele communicatie met de klant. Fidelity International verwijst naar de groep van bedrijven die deel uitmaken van de wereldwijde beleggingsbeheerorganisatie die informatie biedt over producten en diensten in bepaalde rechtsgebieden buiten Noord-Amerika. Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Tenzij anders aangegeven, worden alle producten aangeboden door Fidelity International en zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Fidelity, Fidelity International, het Fidelity International logo en het F symbol zijn geregistreerde handelsmerken van FIL Limited. Vermogen en middelen van FIL Limited op 30/04/2025. De gegevens zijn niet gecontroleerd. Handelsmerken, copyrights en andere intellectuele eigendommen van derden zijn en blijven de eigendom van hun respectieve eigenaren. Uitgegeven door FIL (Luxembourg) S.A., goedgekeurd en gereguleerd door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). 25NL0501



Alastair Baillie Strong

Global Head of ETFs,
Fidelity International

IN HET KORT

Actieve ETF’s groeien snel, met \$ 1 biljoen aan vermogen en 59% jaarlijkse groei (versus 23% voor passieve).

De VS domineert de markt, maar groei versnelt ook in Europa.

Actieve ETF’s combineren ETF-voordelen met actief beheer.

Actieve ETF’s zijn populair bij institutionele beleggers vanwege flexibiliteit, kostenvoordeel en rendementskansen.

De toegenomen volatiliteit maakt actieve strategieën aantrekkelijker.

De verwachting is dat het gebruik van actieve ETF’s het snelst stijgt in de komende 18 maanden.

FIGUUR 2: REDENEN OM ACTIEVE ETF’S IN PORTEFEUILLE(S) AAN TE HOUDEN



Bron: Fidelity International, Coalition Greenwich. Voornaamste antwoorden op de vraag: Waarom heeft u actieve ETF’s in uw portefeuille(s)?

Samen sterk op private markets

Toegang tot de beste fondsen wordt wel gezien als dé sleutel tot het realiseren van aantrekkelijke rendementen in private markets. Auréus bundelt daarom de krachten met Mercer om zowel bestaande als nieuwe cliënten van Auréus toegang te bieden tot de hoog-gewaardeerde fondsbeheerders van Mercer.

Door Michiel Pekelharing

Han Dieperink, CIO van Auréus, en Huub Ten Holter, Investment Leader bij Mercer, leggen uit hoe deze samenwerking cliënten helpt om toegang te krijgen tot de beste beleggingskansen binnen private markets.

Waarom zijn private assets momenteel zo'n populaire beleggingscategorie?

Han Dieperink: 'Er zijn verschillende redenen waarom er steeds meer aandacht komt voor private markten. Voor private equity geldt dat er de laatste jaren veel bedrijven van de beurs zijn verdwenen, terwijl tegelijkertijd private ondernemingen als gevolg van onder andere strengere regelgeving terughoudend zijn geworden om een beursnotering aan te vragen. Door de leegloop op de beurs zitten er tegenwoordig nog maar 3.403 aandelen in de Wilshire 5000 Index¹. In maart 1998² waren dat er meer dan 7.378. Dat betekent dat beleggers op aandelenmarkten steeds minder te kiezen hebben, maar daarbuiten juist steeds meer. Als het gaat om private debt telt mee dat banken door nieuwe regelgeving, zoals de Basel III-kapitaaleisen, steeds minder geneigd zijn om flexibel krediet te verstrekken. Daarnaast krijgen ook infrastructuur en vastgoed vaker een plaats in portefeuilles. Binnen private markten is het echter heel belangrijk om het kaf van het koren te scheiden. Het verschil tussen de beste en slechtste fondsen is veel groter dan op publieke markten. Een groot deel van de private equity-fondsen voegt

bijvoorbeeld nauwelijks tot geen waarde toe. Het is dus van groot belang om heel selectief positie te kiezen in fondsen die structureel beter presteren dan het marktgemiddelde.'

Hoe scheid je het kaf van het koren en hoe vind je de best presterende private market-fondsen? Is dat proces vergelijkbaar met de selectie van aandelen- en obligatiefondsen?

Dieperink: 'Een belangrijk verschil is de mate van transparantie en toegankelijkheid. Terwijl je een ETF of een obligatie relatief eenvoudig en goedkoop kunt kopen, vereisen private markets diepgaande due diligence, nauwkeurige selectieprocessen en intensief beheer. Je moet weten wáár je in belegt, hoe het fonds gestructureerd is, wat de voorwaarden zijn, of er voldoende spreiding is over vintages, regio's en sectoren, en – cruciaal – of je toegang hebt tot de juiste fondsen. Er is veel mankracht en expertise voor nodig om dat goed in kaart te brengen. Pas bij een heel grote private market-portefeuille van enkele miljarden euro's, betaalt het zich uit om daar zelf in te investeren. Wij kiezen er dan ook voor om samen met Mercer op te trekken.'

Huub Ten Holter: 'Bij Mercer ligt de kern van elke samenwerking in de manier waarop we partnerschappen aangaan met cliënten – in dit geval Auréus – en hen ondersteunen bij het opbouwen van wendbare, veerkrachtige en innovatieve beleggingsportefeuilles die aansluiten bij hun specifieke beleggingsdoelen en governance-behoefte. Zodra deze doelen duidelijk zijn, onderzoeken we het volledige spectrum van private markets – een terrein waarin we al meer dan 30 jaar actief zijn – om passende investeringsmogelijkheden te identificeren. Vervolgens zetten we onze relaties met hooggewaardeerde general partners (GP's) in elke alternatieve beleggingscategorie in om allocaties te realiseren die aansluiten bij de doelstellingen van elke cliënt. Mercer Sentinel, onze due diligence-divisie, analyseert een fonds vooraf en bewaakt periodiek de operationele en beleggingsrisico's gedurende de gehele looptijd. Deze beoordeling en risicoanalyse is iets wat veel kleinere partijen niet zelfstandig kunnen organiseren.'

Dieperink: 'Behalve de expertise is ook het netwerk heel waardevol voor ons. Via Mercer krijgen we toegang tot het top-segment van GP's. Dat zijn de beheerders die de investeringsbeslissingen nemen en verantwoordelijk zijn voor de dagelijkse

'Binnen private markten is het heel belangrijk om het kaf van het koren te scheiden.'

‘Elke keer gaan we specifiek op zoek naar de beste general partners en kijken we of er ingespeeld kan worden op nieuwe trends. Zo is een fonds geen kopie van een eerdere editie.’

activiteiten binnen een fonds. Voor kleinere partijen en individuele wealth managers is het heel lastig of zelfs onmogelijk om daar een voet tussen de deur te krijgen.’

Hoe ziet de samenwerking tussen Auréus en Mercer er in de praktijk uit?

Dieperink: ‘Mercer ondersteunt Auréus bij de structuur en inhoud van zogeheten ‘feeder funds’, oftewel verzamelstructuren waarin klanten kunnen participeren. Elk feeder fund is thematisch opgebouwd rond bijvoorbeeld private equity, private debt of infrastructuur en bevat meerdere onderliggende fondsen die worden beheerd door geselecteerde en als beste beoordeelde GP's. Hierdoor ontstaat directe toegang tot een brede spreiding over sectoren, regio's en strategieën.’

Ten Holter: ‘Tijdens de roadshows die door Auréus worden georganiseerd, werken we nauw samen om beleggers waardevolle inzichten te geven in private markets. We brengen verschillende specialisten in, waaronder ikzelf, om onze kennis te delen. Het doel is om beleggers beter te informeren en bij te dragen aan het verbeteren van private markets – iets wat begint bij educatie. Dit doen we aan de hand van concrete voorbeelden, zoals investeringen in datacenters of bekende namen, omdat we begrijpen dat het kennisniveau van cliënten en prospects sterk uiteenloopt: sommigen zijn zeer ervaren, terwijl anderen net beginnen. Educatie is daarom essentieel. Mercer speelt hierin een ondersteunende rol door complexe onderwerpen – zoals direct lending en portfeuillestructuur – toegankelijk te maken voor een breed publiek.’

Dieperink: ‘Educatie is inderdaad heel belangrijk, want er zijn grote verschillen

met publieke markten. Binnen private markten is het gebruikelijk dat je je aan een fonds committeert voor een periode van tien jaar, met eventueel een of twee jaar uitloop. Dat betekent niet dat je geld meteen aan het werk wordt gezet, zoals beleggers gewend zijn op aandelen- en obligatiemarkten. In plaats daarvan komen er tijdens de investeringsfase van het fonds verschillende capital calls, op momenten dat er kosten worden gemaakt of nieuwe investeringsmogelijkheden zijn gevonden. De zogeheten internal rate of return, de IRR, wordt berekend over de periode waarop het vermogen daadwerkelijk belegt is. Sommige fondsen schermen met een IRR van 20% of zelfs veel meer. Daar moet je je als belegger dus niet op blindstaren, want het gemiddelde rendement over de volledige looptijd van het fonds ligt vaak beduidend lager.’

Ten Holter: ‘Ook daarom is het van belang om goed in kaart te brengen wat een partij precies doet, zodat je het kaf van het koren kan scheiden. Overigens helpen we Auréus ook bij het creëren van een geschikte structuur om hun klanten toegang te bieden tot private markten. Via fund of funds en co-investing, waarbij je als minderheidsaandeelhouder in bepaalde deals meebelegt met de GP, is het bijvoorbeeld mogelijk om vermogen relatief snel aan het werk te zetten.’

Wat is een voorbeeld van een succesvol fonds dat jullie samenwerking heeft opgeleverd?

Dieperink: ‘Twee jaar geleden hebben we samen een private equity-fonds geïntroduceerd, gevolgd door een private debt-fonds. Het derde segment waar we ons op richten, is real assets, zoals vastgoed en infrastructuur. We proberen elk jaar in elk segment met een nieuwe oplossing te komen. Zo krijgen klanten ook de mogelijkheid om het risico te spreiden over verschillende jaargangen, oftewel vintages.’

Ten Holter: ‘Inmiddels zijn we toe aan het vijfde fonds. Elke keer gaan we specifiek op zoek naar de in onze ogen beste GP's en kijken we of er ingespeeld kan worden op nieuwe trends. Zo is een fonds geen kopie van een eerdere editie, maar krijgen de klanten van Auréus toegang tot private markt-oplossingen van een kwaliteit die je eigenlijk alleen maar in de institutionele wereld ziet.’ ■



Han Dieperink

CIO, Auréus



Huub Ten Holter

Investment Leader, Mercer

IN HET KORT

Binnen private markets zijn de verschillen tussen de beste en slechtste fondsen veel groter dan op publieke markten.

In private markets zijn diepgaande due diligence en netwerktoegang de sleutel voor succes.

Via Mercer krijgen klanten van Auréus via feeder funds toegang tot topfondsen in private equity, debt, vastgoed en infrastructuur.

¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Wilshire_5000² https://en.wikipedia.org/wiki/Wilshire_5000
² <https://ww1.wilshireindexes.com/ftwilshire5000>
<https://ww1.wilshireindexes.com/ftwilshire5000>

Trade finance: uncorrelated alpha potential

Trade finance – short-term loans to facilitate physical cross-border transactions – plays a vital role in facilitating global trade flows. Increasingly, investors are turning towards this asset class as a diversifier in their portfolios. What is driving that trend?

By Chris McGinley

Due to its ability to provide uncorrelated alpha with limited reliance on traditional return drivers, more investors are turning towards trade finance as a diversifier in their portfolios.

Trade finance refers to loans that provide short-term financing to support the physical flow of goods (such as raw materials) to facilitate international trade flows. These deals are structured to help all parties mitigate the challenges associated with cross-border trade – which can range from foreign currency exchange rates to regulatory compliance and non-payment. Trade finance loans are vital for financing trade with emerging markets to help reduce risk exposure and bridge the liquidity gap for distributors. These loans are collateralised by the goods being financed.

Trade finance loans generally have the following qualities:

- Self-liquidating as goods are delivered.
- Low interest rate and credit duration risk.
- Float at a spread over a short duration index, such as Secured Overnight Financing Rate.

The lender uses several risk mitigation techniques to reduce risks to an acceptable level, such as collateral management of the goods, permanent control of the title over the goods and ring-fenced cash flows. The arranger of a trade finance transaction, often a bank, holds a significant part of the deal on its own books to maturity.

A large, global market that has demonstrated resilience

Over the last decade, world trade has been up against a variety of economic shocks – collectively referred to as the ‘polycrisis’. This includes the COVID-19 pandemic, disruptions to the supply chain and geopolitical concerns.

Through these challenges, trade finance has continued to show resilience due to the ongoing demand to serve a critical need for international economic development. In fact, during the aftermath of the 2008-2009 global financial crisis, it was trade finance that helped keep shipments moving, according to the International Monetary Fund.¹ Accordingly, trade volume has increased by 6.3% since 2019 and 19.1% compared to the average level in 2015. South-to-South trade amongst developing countries in the Southern Hemisphere should be the largest driver of future growth in the near term, as it is tracking to grow from 17% in 2010 to an estimated 40% of total global trade by 2030.² This surge can be closely linked to the international fragmentation of production in the context of global value chains. World merchandise totals (valued at \$ 24 trillion) are also expected to grow in the near term, by 2.7% in 2025.³ This data paints a promising picture of the future for global trade.

The trade finance gap

It is estimated that 80% of world trade is dependent on some form of financing.⁴ This can be attributed to tighter credit conditions for obtaining alternative sources of capital. But as the demand for trade continues to grow, a complex regulatory environment, coupled with a lack of understanding for the asset class, has contributed to a global shortage of financing.

Common trade finance structures

The type and characteristics of trade structures can vary depending on the nature of the transaction, countries involved and party creditworthiness. Some structures available to investors are listed below.

- **Supply chain finance transactions** fund the payment obligations of large US corporates (buyers, investment grade, multisector) to their suppliers (with varying credit quality). This enables both suppliers and buyers to optimise their working capital cycles at a cost that reflects the stronger counterpart’s

FIGURE 1: GLOBAL EXPORT VALUE OF TRADE GOODS (2005 TO 2022)



Source: United Nations Conference on Trade and Development (Unctad).

credit risk. Investors can utilise these loans as short-term exposure (30-180 days) to investment-grade publicly listed US corporates, allowing for low payment default probability and limited country risk. The uncommitted nature of the transaction allows investors to quickly reduce or right-size their exposure to a specific obligor or to the overall program.

- **Financial institution trade loans** are hard currency loans to financial institutions with a typical duration of six months to two years. These are used as senior unsecured bank funding instruments, with on-lending to key trade sectors of the local economy.
- **Corporate term loans** are hard currency loans to corporate borrowers with a typical duration of three to seven years. These self-liquidating structures are repaid from the top line and include the financing of specific asset expansions programs or cross-border movements of primary goods.
- **Sovereign loans** are hard currency loans to developing and emerging market foreign governments with a typical duration of 5 to 30 years. The use of proceeds is linked directly to key infrastructure projects in the central government budget with no general budgetary shortfall funding.
- **Project finance loans** fund long-term infrastructure, industrial projects and public services using a non-recourse or limited-recourse financial

structure with a typical duration of 5 to 20 years. The debt and equity used to finance the project are repaid solely from the cash flow generated by the project itself, and investors can benefit from revenues underpinned by long-term contracts.

Portfolio benefits and implementation

Amid an uncertain economic backdrop, a diversified pool of trade transactions has the potential to deliver the kind of 'pure alpha' that many investors are searching for.

Characteristics to consider for portfolio implementation include:

- **Uncorrelated returns of private markets without liquidity restraints.** Similar to private markets, this asset class has exhibited uncorrelated returns without liquidity restraints.
- **History of higher return, lower volatility.** Adding trade finance can help achieve higher return and lower volatility for portfolios across investor types. In particular, bonds are fundamental to investment portfolios as they have typically provided a relatively stable stream of cash flows and are generally less volatile than common stocks. They also help manage risk and meet obligations by matching liabilities with reliable cash flow streams.
- **Floating rate nature of leveraged loans with more stringent loan structures and covenants.** Similar to leveraged loans, trade finance as an asset class benefits from having little sensitivity to interest

rate moves, given all loans are issued based on a spread over a floating rate (such as SOFR or the ICE BofA US Dollar 1-Month Deposit Offered Rate Constant Maturity Index). However, where trade finance loans differ from leveraged loans is that each transaction within a trade finance portfolio is originated as part of a structure with specific covenants (loans are typically collateralised by the goods being financed), typically avoiding the risks that leveraged loans are most exposed to in comparison.

- **Low volatility and lower drawdown characteristics compared to public fixed income.** This has been achieved by focusing on two main elements: the structure of the loan and the average life of the loan. Self-liquidating structures include loans that will typically have characteristics preventing their mark-to-market values from being written down as aggressively as corporate bonds might. ■



Chris McGinley

Head of Trade Finance team,
Federated Hermes

SUMMARY

Trade finance deals are structured to help all parties mitigate the challenges associated with cross-border trade.

The lender can use several risk mitigation techniques to reduce risks to an acceptable level.

The arranger of a trade finance transaction, often a bank, holds a significant part of the deal on its own books to maturity.

The type and characteristics of trade structures can vary depending on the nature of the transaction, countries involved and party creditworthiness.

- 1 "Trade and Trade Finance in the 2008-09 Financial Crisis." International Monetary Fund, 2011.
- 2 "South-South Trade and its Implications for the World Economy." International Banker, 2015.
- 3 "Global Trade Outlook and Statistics." World Trade Organization, April 2024.
- 4 Ibid.

For professional investors only. Capital at risk. The value of investments and income from them may go down as well as up, and you may not get back the original amount invested. The views and opinions contained herein are those of the author and may not necessarily represent views expressed or reflected in other communications. This does not constitute a solicitation or offer to any person to buy or sell any related securities or financial instruments. Issued and approved by Hermes Investment Management Limited ("HIML") which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered address: Sixth Floor, 150 Cheapside, London EC2V 6ET. Distributed in the EU by Hermes Fund Managers Ireland Limited ("HFMIL") which is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland. Registered address: 7/8 Upper Mount Street, Dublin 2, Ireland, D02 FT59.



Overcoming geopolitical risk in index sovereign debt

In March, the European Commission published the ReArm Europe Plan, intended to drive a surge of investment into the continent's defence capabilities. The scale of the initiative, enabling spending of over € 800 billion,¹ reflects the level of concern among European leaders about the long-term security of the continent.

By Ryan Clatworthy

For investors seeking ESG integration in index government debt strategies, we believe the deterioration of the geopolitical landscape has profound implications.

It's increasingly clear that security is a precondition for seeking to achieve national goals, including ESG goals, and that overlooking the impact of geopolitics may paint a distorted picture of the investment risks posed by national issuers of debt.

As such, we believe it may be appropriate in certain strategies to systematically assess geopolitical risk at the same level as ESG assessment.

A holistic approach to ESG scoring

Russia provides a pertinent example. Directly prior to invading Ukraine, some ESG assessments suggested the country had a relatively good ESG score.² This meant that investors driven by a desire to enhance the ESG profile of their sovereign investments were potentially blindsided by geopolitical risk.

This is why the LGIM Sovereign Risk ESG Framework,³ in addition to the traditional E, S, and G pillars, incorporates a fourth pillar that captures geopolitical stability/risk. This framework is applied to some of our index funds across both emerging and developing market strategies and can also be customised to suit the needs of individual clients.

Returning to the Russia example, the LGIM Sovereign Risk ESG Framework identified rising geopolitical risk and accordingly excluded the country's debt

'The key to creating the next generation of frameworks is to have an approach to research and development that is alive to the practical realities of geopolitical risk and wealth bias.'

‘It’s increasingly clear that security is a precondition for seeking to achieve national goals, including ESG goals.’

from those portfolios using the framework before the invasion of Ukraine took place. The framework can achieve this in a purely systematic fashion, using third-party data and a transparent methodology⁴ that eliminates any potential institutional bias.

By assessing topics including interstate tensions, trade sanctions, conflict intensity, exposure to regional conflict and civil unrest, this pillar aims to lower the risk of capital loss for investors by flagging potential risks to a sovereign’s ability to service its debt. We believe this is potentially valuable when assessing sovereigns as it adds a structural risk-mitigating element into the framework.

How scores can be put to use

We use sovereign risk ESG scores in two ways: to set minimum standards in portfolios that use the framework and to tilt portfolios in certain index strategies. This methodology applies to some of our sovereign debt index strategies, such as the L&G Future World Sovereign ESG Government Bond index strategies.

We use the underlying data to score countries across a set of exclusionary factors. This allows us to identify countries falling short of our strategy-specific minimum standards. Standards for inclusion consist of globally recognised policies covering both sovereign-level standards and business principles that have a bearing on sovereigns, with the ultimate aim of mitigating financial risk.

The minimum standards thresholds are set specifically for each wealth band. Each remains mutually exclusive, and each has different standards for inclusion. This again holds wealthier countries to a higher standard.

Countries that meet the threshold for inclusion then become our investible universe in portfolios that use the framework. It is at this point that we use the final scores to tilt our portfolios. This means that countries scoring better will be rewarded with greater weighting in our sovereign debt index funds and vice versa.

The road ahead

We believe adoption of more dynamic sovereign ESG frameworks that capture geopolitical stability/risk alongside traditional ESG themes will become increasingly necessary in the context of an increasingly fragmented world.

In our view, the key to creating the next generation of frameworks is to have an approach to research and development that is alive to the practical realities of geopolitical risk, wealth bias and other challenges that characterise this space.

As the world becomes more complex, it’s our view that advanced index capabilities will become increasingly necessary, providing investors with tools to help identify underlying sources of risk and return. ■



Ryan Clatworthy

Index Investment Specialist,
L&G

SUMMARY

The EU’s € 800 billion ReArm Europe Plan highlights rising geopolitical risk.

Geopolitics now significantly impacts ESG-focused sovereign debt strategies.

L&G’s sovereign risk ESG Framework adds a fourth pillar: geopolitical stability.

The framework flagged Russia’s risk pre-Ukraine invasion, avoiding losses.

It systematically scores countries on conflict, sanctions, and unrest.

These scores guide exclusions, portfolio tilts, and minimum standards by wealth band.

Dynamic ESG frameworks are essential for navigating global fragmentation.

1 Source: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_793

2 Based on comparison of ESG scores with and without integration of our proprietary geopolitical risk pillar. Additionally, the J.P. Morgan JESG score for the country was also relatively good versus other investible EM countries immediately prior to the onset of hostilities.

3 Powered by Verisk Maplecroft data.

4 Methodology available here: LGIM Sovereign Risk ESG scoring framework overview.

FOR PROFESSIONAL CLIENTS ONLY. CAPITAL AT RISK.

Whilst L&G has integrated Environmental, Social, and Governance (ESG) considerations into its investment decision-making and stewardship practices, this does not guarantee the achievement of responsible investing goals within funds that do not include specific ESG goals within their objectives.

Key Risks

The value of an investment and any income taken from it is not guaranteed and can go down as well as up, and the investor may get back less than the original amount invested. Past performance is not a guide to future performance. The details contained here are for information purposes only and do not constitute investment advice or a recommendation or offer to buy or sell any security. The information above is provided on a general basis and does not take into account any individual investor’s circumstances. Any views expressed are those of L&G as at the date of publication. Not for distribution to any person resident in any jurisdiction where such distribution would be contrary to local law or regulation.

Legal & General Investment Management Ltd. Registered in England and Wales No. 02091894. Registered office: One Coleman Street, London EC2R 5AA. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. In the European Economic Area, this document is issued by LGIM Managers (Europe)

Limited, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland as a UCITS management company (pursuant to European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations, 2011 (as amended) and as an alternative investment fund manager (pursuant to the European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013 (as amended)). LGIM Managers (Europe) Limited’s registered office is at 70 Sir John Rogerson’s Quay, Dublin, 2, Ireland and it is registered with the Irish Companies Registration Office under company no. 609677.

Blockchain ontketent nieuwe businessmodellen

Is blockchain een hype of een fundamentele technologische revolutie? Volgens Ruud Smets, Managing Director en CIO van Theta Capital, wordt blockchain de nieuwe internetarchitectuur en biedt het tal van beleggingskansen. Financial Investigator sprak met hem.

Door Esther Waal

Waaruit bestaat het blockchain-investeringsuniversum?

‘Blockchain-technologie maakt twee dingen mogelijk die voorheen simpelweg niet konden:

1. Digitale schaarste

Blockchainprotocollen zijn internet-protocollen met ‘state’: op ieder moment is duidelijk wie wat bezit in het netwerk. De kracht van deze technologie is dat dit mogelijk is zonder een centrale tussenpersoon. Denk aan voorbeelden als Bitcoin of NFT’s.

2. Protocol businesses

De tweede grote doorbraak is dat we bedrijfslogica nu direct in het internet kunnen programmeren. Deze logica wordt ‘tamperproof’ uitgevoerd, opnieuw zonder dat een centrale partij nodig is. Denk aan Ethereum of Solana.

Beleggers kunnen in beide categorieën investeren. Tot nu toe ging het grootste deel van de aandacht naar digitale schaarste. De eerste toepassing van blockchain was immers Bitcoin: een digitale munt met een maximaal aanbod van 21 miljoen stuks. Ook NFT’s zijn bekende voorbeelden: unieke digitale objecten zoals kunst, verzamelitems of in-game assets.

Deze assets zijn niet-productief. Hun waarde komt voort uit schaarste, uniciteit en historie – net als goud, kunst of zeldzame objecten in de fysieke wereld.

Protocol businesses daarentegen zijn wél

productieve assets. Ze leveren een dienst waar gebruikers voor betalen en genereren inkomsten. Toch kreeg deze categorie tot op heden veel minder aandacht, terwijl juist hier de grootste economische potentie ligt.

Een aanzienlijk deel van de wereldeconomie zal zich verplaatsen naar deze protocollen. Er zullen bovendien geheel nieuwe vormen van economisch verkeer worden ontsloten.

Vandaag zien investeerders vooral de eerste categorie – digitale schaarste – en dat is waar de meeste hype en ruis zit. Maar de aandacht verschuift langzaam naar de tweede categorie, en dat is precies waar onze focus ligt. Omdat deze netwerken mondiaal zijn, altijd beschikbaar, open voor iedereen, en schalen als software, kunnen ze razendsnel waarde creëren. Voor investeerders is het belangrijk dat deze netwerken weinig extern kapitaal vereisen: de netwerkeffecten zijn ingebouwd en de marginale kosten voor groei zijn vrijwel nul. Daarom is het essentieel om vroeg te investeren. Idealiter in de private fase, voordat netwerken live gaan.’

Wat zijn de overkoepelende kenmerken van blockchainapplicaties?

‘Wij zien blockchainnetwerken als de volgende grote stap in menselijke coördinatie. Door de geschiedenis heen zijn er een paar uitvindingen geweest die menselijke samenwerking radicaal vergrootten: denk aan tribale systemen, taal, geld, de boekdrukkunst, de vennootschap, democratische instituties en het rechtssysteem. Elk hiervan maakte samenwerking op grotere schaal mogelijk.

Blockchain past in deze traditie – en tilt coördinatie naar een ongekend niveau. Met blockchain kunnen mensen en zelfs AI-agenten zonder wrijving transacties aangaan met elkaar, waar ook ter wereld.

De essentie is dat vertrouwen is ingebouwd in de technologie zelf. Er is geen externe partij meer nodig. Zodra dat doordringt, gaan veel van onze klassieke coördinatiestructuren – zoals bedrijven als tussenpersoon – gedateerd aanvoelen.

Met blockchain-technologie kunnen we letterlijk businessmodellen programmeren in het internet. Waar we met de eerste generatie internetprotocollen een website ‘online’ zetten die door iedereen bekeken kan worden, zetten we met de nieuwe generatie protocollen een bedrijf ‘onchain’ dat door iedereen ter wereld gebruikt kan worden.

Blockchainapplicaties zijn vanaf dag één wereldwijd beschikbaar voor iedereen met een internetverbinding. Ze draaien 24/7 zonder kwaliteitsverlies. Ze zijn open-source en volledig transparant; iedereen kan de code controleren. Dit maakt deze netwerken veel robuuster dan onze huidige coördinatie-structuren. Ook kan iedereen vrij bouwen op wat er al bestaat. Het resultaat is een explosie van diensten die beter, sneller en toegankelijker zijn dan ooit tevoren.'

Hoe disruptief is blockchain?

'Blockchain technologie is, samen met AI, de meest ontwrichtende technologie van onze tijd. Niet voor niets heeft de VS sinds kort een Crypto & AI tsar. Blockchain verandert namelijk het fundamentele principe van een businessmodel. Als coördinatie via protocollen kan verlopen in plaats van via centrale bedrijven, verdwijnen de tussenlagen. Diensten worden sneller, goedkoper en toegankelijker.'

De grote winnaar van deze revolutie is de eindgebruiker: die krijgt toegang tot een rijker dienstenaanbod, met lagere kosten, meer controle en vrijwel geen frictie.'

Kun je voorbeelden geven?

'Een duidelijk voorbeeld hiervan zijn stablecoins. Dit zijn dollars op het internet. Iedereen kan 24/7 een stablecoin versturen voor minder dan een cent. Ter vergelijking: de gemiddelde internationale geldovermaking via bestaande infrastructuur kost 6,5% en duurt dagen.'

Stablecoins zijn als e-mail – maar in plaats van informatie verzenden we waarde. En het grote verschil voor investeerders: je kunt investeren in het onderliggende protocol. Alsof je in 1982 had kunnen investeren in SMTP en een fee zou krijgen voor elke verzonden e-mail.

Stablecoins hebben inmiddels enorme tractie. Het jaarlijkse transactievolume ligt boven de \$ 15 biljoen – meer dan Visa. En dit is geen speculatie, maar echte adoptie: loonbetalingen, treasurybeheer, wereldwijde geldstromen.

Met blockchainnetwerken heb je niet langer een bank nodig om dollars te versturen. Wat nog belangrijker is: het gaat niet alleen om het vervangen van bestaande systemen – het gaat om het uitbreiden van de markt. Miljar-den mensen zonder bankrekening kunnen nu toegang krijgen tot de dollareconomie met slechts een smartphone.

Er bestaan ook al meer complexe services die volledig autonoom functioneren – en direct concurreren met de grootste bedrijven.

- **Uniswap** is een gedecentraliseerde beurs, puur code, die evenveel volume verwerkt als Coinbase. Iedereen kan wereldwijd, op elk moment, via Uniswap handelen. In totaal is er al voor meer dan \$ 3 biljoen aan transacties verwerkt.
- **Aave** is een onchain bank met \$ 40 miljard aan tegoeden. Je kunt er rente verdienen op je assets of direct een lening afsluiten. De rentes worden bepaald door vraag en aanbod. Een bank is niet meer nodig.

De komende jaren zullen we een enorme verschuiving zien van economische activiteit naar deze netwerken.'

Wat houdt grootschalige adoptie nog tegen?

'Er zijn twee grote drempels voor de grootschalige adoptie van 'protocol businesses':

1. Technologie

De technologie is jong. Bitcoin werd gelanceerd in 2008 en smart contracts pas in 2016. Pas sinds 2022–2024 zijn de prestaties op niveau: waar stablecointransacties een paar jaar geleden nog \$ 5–10 kostten, liggen ze nu onder de \$ 0,01. Gebruiksvriendelijkheid blijft een aandachtspunt, maar we hebben inmiddels de drempel naar schaalbare toepassingen genomen.

2. Regulering

Jarenlang werkte de VS blockchainontwikkeling tegen – uit onbegrip en vrees voor disruptie. Sinds het aantreden van de nieuwe president is dat omgeslagen: blockchain staat nu, samen met AI, centraal in het nationale technologiebeleid.

Waar ondernemers eerder tegen muren aanliepen, worden ze nu aangemoedigd om onchain applicaties te bouwen. Deze combinatie – volwassen technologie en politieke stimulans – maakt een explosieve groei van blockchain waarschijnlijk.

Voor beleggers is het cruciaal deze trend te begrijpen – zowel voor het managen van bestaande portefeuilles als voor het benutten van nieuwe kansen. Maar het vergt een specialistische aanpak. Van de 55 fondsen waar wij mee werken, hadden er slechts twee al bestaande venture capital-activiteiten. Eén daarvan is Andreessen Horowitz, dat al vroeg een gespecialiseerde crypto-afdeling opzette. Maar de meeste traditionele VC's? Die hebben de boot gemist – en de kloof wordt alleen maar groter.' ■



Ruud Smets

Managing Director en CIO,
Theta Capital

IN HET KORT

Blockchain is geen hype, maar een fundamentele technologische revolutie.

Binnen het blockchainuniversum is sprake van twee kerninnovaties: digitale schaarste (Bitcoin, NFT's) en protocol businesses (Ethereum, Solana).

Protocol businesses zijn productieve assets met grote economische potentie.

Blockchainnetwerken maken wereldwijde decentrale coördinatie mogelijk.

De eerste disruptieve effecten, bijvoorbeeld Stablecoins, worden zichtbaar.

De grootste drempels zijn dat de technologie nog jong is en de regulering onvoldoende volwassen.

Beter begrijpen?
16 oktober 2025:
<https://www.legends4legends.org/>

Politiek is het sluitstuk, geen startpunt

Johan Van Overtveldt, econoom, politicus voor N-VA in België, voormalig journalist en redacteur, en parttime docent Economic Thought aan de Universiteit Hasselt, heeft een kritische maar bevlogen kijk op Europa en economische macht. In dit interview vertelt hij hoe de euro alleen kan overleven met verdere politieke integratie en waarom de huidige rol van centrale banken volgens hem een gevaar vormt voor democratie en economische stabiliteit.

Door Harry Geels

U heeft een rijke carrière, zowel in de politiek als in het bedrijfsleven. Bijt dat niet met elkaar?

‘Dat is een terechte vraag, want belangenverstrengeling is uiteraard uit den boze. In de praktijk zien we dat het hier inderdaad regelmatig misgaat. Kijk maar naar hoe de Amerikaanse overheid en Big Tech met elkaar verweven lijken. Toch valt er veel voor te zeggen dat politici elders ervaring opdoen, bijvoorbeeld in het bedrijfsleven of in de journalistiek. Zelf ben ik blij met mijn eerdere ervaringen. Ik zie de politiek als het sluitstuk van mijn carrière, waarbij mijn eerdere werk en contacten mij goed van pas komen. Zo pik ik maatschappelijke ontwikkelingen sneller op.

Een concreet voorbeeld: België kreeg door de automatische inflatiecorrectie te maken met een hogere inflatie dan de meeste andere EU-landen. Ik zag direct de negatieve impact op onze concurrentiepositie en bracht dit in bij politieke discussies. Carrièrepolitici pakken dit soort zaken vaak minder snel of minder doortastend op. Ze opereren vaak binnen een verkokerd of ideologisch denkkader. Belangenverstrengeling kun je tegengaan met goede regels. Politici zouden niet mogen stemmen over onderwerpen waarbij ze in een andere rol

betrokken zijn, bijvoorbeeld binnen een private of semipublieke organisatie.’

U heeft maar liefst zes boeken geschreven. Wat zijn de belangrijkste ‘takeaways’?

‘Laat ik beginnen met ‘Het einde van de euro’. Mijn stelling is dat de euro niet zal overleven zonder verdere politieke integratie. Als die uitblijft, komt er vroeg of laat een crisis die het einde van de euro betekent. De huidige defensiediscussie kan misschien een stap richting een politieke unie zijn. Een eigen leger per lidstaat zonder coördinatie is onverstandig, zeker gezien de geopolitieke spanningen. Nederland is huiverig over een Europees leger, vooral als dit met gezamenlijke eurobonds moet worden gefinancierd. Maar er is geen alternatief. Europa moet integreren om wereldwijd competitief te blijven. Terug naar een Thatcheriaanse economische unie is voor

mij geen aantrekkelijke optie. Gezien de huidige terugtrekkende beweging van de VS, de opkomende macht van China en de oorlogszucht van Rusland moet Europa militair op eigen benen staan. Dat betekent onder andere dat we niet van Musks SpaceX afhankelijk zouden moeten zijn. Tegelijk moeten we – om militair zelfstandig te worden – niet zomaar met overheidsgeld smijten. De

‘Centrale banken zijn steeds dominanter geworden, met veel onbedoelde neveneffecten. Het huidige beleid stelt politici in staat om noodzakelijke beslissingen uit te stellen.’

Johan Van Overtveldt

Johan Van Overtveldt is doctor in de Toegepaste Economische Wetenschappen (UA) en behaalde een MBA aan de Katholieke Universiteit Leuven. Hij werkte in de journalistiek en het bedrijfsleven, en was tweemaal hoofdredacteur van Trends en ook van Knack. Sinds 2012 doceert hij Macro-Economie aan de Universiteit Hasselt. In 2013 stapte hij over naar de politiek als economisch adviseur voor de N-VA. Hij was minister van Financiën in de regering-Michel I (2014–2018) en werd in 2019 herverkozen als Europees parlements lid.



defensiemarkt kan ook zelf met oplossingen komen, liefst lokaal gefinancierd en gestimuleerd.'

En uw boek 'The Chicago School'?

'Dat boek, met als ondertitel 'How the University of Chicago Assembled the Thinkers Who Revolutionized', kostte mij destijds het meeste werk van alle boeken die ik geschreven heb. Maar het was de moeite waard, omdat het mij zoveel heeft gebracht, in kennis en contacten. Het zou mooi zijn om daar ooit een vervolg op te schrijven, bijvoorbeeld na mijn politieke loopbaan. De denkrichting van deze school is kritisch op overregulering en op de groeiende rol van centrale banken. Centrale banken zijn steeds dominanter geworden, met veel onbedoelde neveneffecten. Het huidige beleid stelt politici in staat om noodzakelijke beslissingen uit te stellen. 'Whatever it takes' is politiek misbruikt: we blijven uitgeven, want de centrale bank staat paraat.

Mijn laatste boek, 'The Icarus Curse, How Western Democracies Derailed and How to Get Back on Track', is hier een logisch vervolg op. Daarin leg ik uit waar de maatschappelijke onvrede vandaan komt. De basis van die onvrede ligt bij de manier waarop overheden de theorieën van John

Maynard Keynes hebben misbruikt om een steeds grotere rol te krijgen. Ze passen het Keynesiaanse principe van uitgeven tijdens recessies toe, maar vergeten het noodzakelijke afschalen of bezuinigen in goede tijden. Ik durf te stellen dat het overmatig vertrouwen in beleid heeft geleid tot roekeloosheid en decadentie binnen westerse democratieën. Ik denk dat

we onze maatschappij veel meer op de principes van de vrije markt moeten inrichten, iets dat ik ook propageer in een ander boek, 'Red de vrije markt'.

Als Keynes nu de maatschappij zou aanschouwen, zou hij zich omdraaien in zijn graf. Op een conferentie verzuchtte hij ooit: 'Oh my God, I was the only non-Keynesian in the room.' Later zei hij dat de manier waarop zijn theorie werd toegepast, onhoudbaar was en zou leiden tot inflatie en destabilisatie. Ik ben bang dat hij zo langzamerhand gelijk heeft gekregen.'

Was dat niet dezelfde conferentie waar hij de loftrompet stak over Adam Smith?

'Precies. Het is opmerkelijk dat de politiek gewoon doorgaat op een koers die Keynes zelf heeft afgewezen. Ook economen als Milton Friedman hebben de politiek niet tot bezinning gebracht. Het gevolg is wat we nu zien: bij echte crises, zoals een noodzaak tot herbewapening, ontbreekt het aan budgettaire ruimte. Dat heet beleidsuitputting, de Icarusvloek. We grijpen dan naar kunstgrepen, zoals het niet toepassen van het Stabiliteits- en Groeipact of het uitgeven van eurobonds.

Ik heb Friedman drie keer ontmoet, onder andere in het kader van mijn boek over de Chicago School. Ik ben het niet op alle punten met hem eens. Zijn opvatting over een minimale rol van centrale banken en overheid is te beperkt. Friedman vindt bijvoorbeeld dat centrale banken eigenlijk alleen maar de geldhoeveelheid moeten laten meegroeien met de economische groei. >

'Trumps plannen om Amerikaanse staatsleningen onaantrekkelijk te maken, bijvoorbeeld door ze om te zetten in eeuwigdurende leningen met lage rente, zijn ronduit gevaarlijk.'

‘Overheden passen het Keynesiaanse principe van uitgeven tijdens recessies toe, maar vergeten het noodzakelijke afschalen of bezuinigen in goede tijden.’

Adam Smith zag meer rollen voor de overheid, bijvoorbeeld in het onderwijs. Smith hechtte ook grote waarde aan de ethiek van ondernemerschap. Zijn ‘Theory of Moral Sentiments’ vond hij zelfs belangrijker dan ‘The Wealth of Nations’.

In mijn colleges Economic Thought behandel ik al deze denkers en zie ik hoe hun theorieën in de praktijk worden verbasterd of verketterd. Neem Joseph Schumpeter: ‘creative destruction’ is tegenwoordig bijna een taboewoord. We willen, vooral in Europa, alle risico’s uitsluiten, maar dat verstikt innovatie en veerkracht.’

Het lijkt wel alsof de nieuwe Trump-regering dat allemaal weer wil terugdraaien.

‘Klopt, maar dat gaat veel te rigoureuus. Je kunt een samenleving niet van de ene op de andere dag omgooien. Dat roept verzet en verwarring op. De VS is overigens veel meer gebouwd op het principe van ‘best-of-the-best’ en op creative destruction dan Europa. Een Amerikaan die zijn baan verliest, gaat zelf aan de slag om zijn situatie weer te verbeteren. In Europa kijken mensen eerst naar de staat. Ik denk dat wij daardoor achterlopen op gebieden als technologie, communicatie en defensie. Tegelijk is Europa menselijker, met betere sociale vangnetten.

Verder zie ik dat de nieuwe Amerikaanse regering beleidsmatig verkeerde stappen zet. Trumps plannen om Amerikaanse staatsleningen onaantrekkelijk te maken, bijvoorbeeld door ze om te zetten in eeuwigdurende leningen met lage rente, zijn ronduit gevaarlijk. Het zou het wereldwijde vertrouwen in het financiële systeem kunnen ondermijnen, omdat Amerikaanse staatsleningen een basisfundament van ons wereldwijde systeem zijn. Ik durf het ‘Waconomics’ te noemen.’

In uw rol als Chairman of the Budget heeft u zich kritisch uitgelaten over de verantwoording van EU-uitgaven.

‘Inderdaad. Bij OLAF, het Europese antifraudeorgaan, lopen momenteel 300 klachten over bestedingen uit het

coronaherstelfonds. Tijdens de beruchte top over het herstelfonds in de zomer van 2020 waar vijf kleine zuinige landen,

onder leiding van Mark Rutte, dagenlang protesteerden, is besloten dat de EU-landen zelf toezicht zouden houden op de uitgaven. Gelukkig hebben we er toen toch wat controlemechanismen in kunnen krijgen, maar het blijft gebrekkig. De verantwoording van uitgaven is helaas verre van perfect. Mijn stelling is dat de fraude van die 300 dossiers min of meer bewezen is of nog zal worden. Dat is natuurlijk een grote schande. Als we de financiering van de herbewapening op dezelfde manier gaan doen, dan zou dat een enorme aanfluiting voor de EU en een belediging van alle EU-burgers zijn.

Als voorzitter van de budgetcommissie voel ik me regelmatig ongemakkelijk. Er moeten in het algemeen veel meer controlemechanismen op de bestedingen komen, ook op andere vlakken, denk aan de landbouw-subsidies. Ik begrijp dat dit soort fraudezaken de EU-critici in de kaart speelt.

Ondanks dit probleem, waar ik dagelijks tegen vecht, meen ik dat de voordelen van de EU nog altijd opwegen tegen de nadelen. Maar de balans neigt wel langzaam de verkeerde kant uit te slaan, niet alleen door fraudezaken, maar ook door allerlei onnodige bureaucratische regels. De Green Deal van Frans Timmermans, hoe goed bedoeld ook, heeft ook veel meer kwaad dan goed gedaan. Het legde een disproportionele claim op de gehele Europese economie, waardoor allerlei andere belangrijke zaken, zoals welvaart, innovatie en gezonde financiën, verloren zouden gaan.’

Wat zijn verder uw plannen voor de toekomst?

‘Zoals gezegd wil ik nog een vervolg schrijven op mijn boek over de Chicago School. Verder zal ik over een aantal jaren met pensioen gaan en dan neem ik me echt voor meer tijd te gaan besteden aan mijn vrouw, kinderen en kleinkinderen. Ik probeer nu een klein steentje bij te dragen aan een betere wereld voor ze. Maar ik wil ook meer van ze genieten.’ ■

Navigeren onder fundamentele onzekerheid

Beleggers en managementteams van internationale ondernemingen worden geconfronteerd met enorme onzekerheid en zeer turbulente markten. Hoe moeten we daarmee omgaan?

Ondanks recent nieuws over een mogelijke versoepeling van de tarieven tussen de VS en China en de start van een 90 dagen durende pauze ten aanzien van bredere wederzijdse heffingen, blijft de onzekerheid rond het handelsbeleid van president Trump bestaan. Door het tijdelijke karakter van deze maatregelen is het waarschijnlijk dat importheffingen ook de rest van het jaar een belangrijk thema zullen blijven in directiebesprekingen en conference calls met economen, analisten en beleggers.

CEO's worstelen met een stortvloed aan uitdagingen – van de disruptieve impact van AI en geopolitieke spanningen tot importheffingen en schommelingen op de financiële markten, die mede het gevolg zijn van grillige mededelingen van de Amerikaanse president op sociale media. Uit transcripties van de conference calls over de bedrijfsresultaten in het eerste kwartaal en prognoses voor de rest van het jaar van de S&P 500-bedrijven bleken er 411 de termen 'tarieven' of 'importheffingen' te hebben genoemd. De impact van de handelsbeperkingen op de groei was in het eerste kwartaal nog maar zeer beperkt, maar toch trekken verschillende multinationale bedrijven hun financiële prognoses in of schorten ze deze op. Veel bedrijven waarschuwen expliciet voor onvoorspelbaar beleid en onzekerheid over logistieke ketens, voorraden, consumentenbestedingen en investeringen. Er ontstaat een nieuw ondernemerslandschap nu de globalisering, die de afgelopen 40 jaar de basis vormde voor groei, wordt bedreigd door meer protectionisme. De grilligheid van Trump maakt het vrijwel onmogelijk om waarschijnlijkheden toe te kennen aan scenario's.

We zien dat veel managers een afwachtende houding aannemen. Maar als ze te lang wachten, verliezen bedrijven momentum, worden ze minder innovatief en raken ze verlamd door besluiteloosheid. Te snel handelen en een keuze voor nieuwe productielocaties in de VS kan tot fors hogere productiekosten leiden, een beslissing die later wellicht weer moet worden teruggedraaid. Op de korte termijn moeten leiders zichzelf tijd gunnen. Ze moeten vooral 'no regret'-maatregelen nemen om toeleveringsketens, bedrijfsactiviteiten, geldbronnen en klanten te beveiligen. Het beter spreiden van aanvoerketens lijkt mij sowieso een goede zaak. Tijdens Covid kwamen we er ook achter dat we te afhankelijk waren geworden van China. Herindustrialisatie in de VS met robots en AI, dichterbij de consumentenmarkt, is niet verkeerd als arbeidskosten relatief minder gaan wegen. De 'industrial renaissance' was al aan de gang voor de aanvang van Trumps tweede ambtstermijn.

De huidige omstandigheden doen mij denken aan 'Radical Uncertainty: Decision-Making for an Unknowable Future' van John Kay en Mervyn King, gepubliceerd in 2020. Zij maken in hun boek duidelijk dat we in de wereld van economie en financiën vrijwel altijd beslissingen moeten nemen in een wereld die fundamenteel onvoorspelbaar is. De auteurs betogen dat veel modellen en aannames in de economische wetenschap onvoldoende inzicht bieden in situaties van 'radicale onzekerheid'. AI-toepassingen zijn mooi, maar je moet er niet blind op vertrouwen. De auteurs pleiten voor een 'praktisch beoordelingsvermogen'. Besluitvorming vereist praktische wijsheid, niet alleen theoretische kennis. Zij houden een pleidooi voor een herwaardering van de menselijke intuïtie, ervaring en oordeel in besluitvorming en advisering, om niet in paniek te geraken. Voor beleggers voelt hoge volatiliteit vaak niet prettig, maar in Trumps woorden: 'It's part of the deal'. ■



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

ROERIG BEGIN, VEERKRACHTIG VERVOLG?

De financiële markten kenden een roerige start van 2025. De invoering van importtarieven door president Trump veroorzaakte schommelingen op wereldwijde markten.

Door Esther Waal

Trump's 'Liberation Day' op 2 april, toen hij een universele heffing van 10% op alle ingevoerde goederen aankondigde met aanvullende heffingen van 34% op Chinese en 20% op Europese producten, veroorzaakte een wereldwijde beurscrash, waarbij de Amerikaanse aandelenmarkten de grootste daling sinds de coronapandemie doormaakten. De S&P 500 daalde met 4,88%, de Nasdaq met 5,97% en de Dow Jones met 3,98%. Binnen enkele dagen verdampte meer dan \$ 3 biljoen aan marktwaarde. Daarnaast veroorzaakte de aankondiging een daling van de Amerikaanse dollar en verhoogde spanningen met handelspartners zoals China en de Europese Unie.

Maar de onrust werd ook op andere vlakken opgestookt. In Europa liet vooral Duitsland een turbulent beeld zien, met tegenvallende groeicijfers en politieke onrust. Na het

uiteenvallen van de regeringscoalitie eind 2024 en de daaropvolgende vervroegde verkiezingen, ondervond de Duitse economie druk, ondanks plannen voor aanzienlijke investeringen in defensie en infrastructuur.

De economische groei in China vertraagde, met name door zwakke binnenlandse consumptie. Aanhoudende conflicten in Oekraïne en Gaza, verhoogde militaire uitgaven door grote mogendheden, en stijgende energieprijzen droegen verder bij aan de onzekerheid op de markten.

Toch wisten de markten zich tot dusver opvallend veerkrachtig te houden. Wat brengt de rest van het jaar? Negen experts delen hun visie op de risico's, kansen en strategieën voor beleggers in de tweede helft van 2025.



Jaron Krant

Beleggingsstrateeg, InsingerGilissen

‘Trumps handelsbeleid en de onzekerheid daaromtrent gaan leiden tot lagere economische groei en hogere inflatie in de VS.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2025?

‘Ondanks de de-escalatie in de handelsoorlog in de afgelopen periode, gaan we ervan uit dat het gemiddelde Amerikaanse importtarief uiteindelijk fors zal stijgen. Daarnaast is het de vraag in hoeverre zwakke vertrouwensindicatoren zich gaan vertalen in minder consumenten-bestedingen en investeringen. Wij verwachten dat het handelsbeleid van president Trump en de onzekerheid daaromtrent gaan leiden tot lagere economische groei en hogere inflatie in de VS. Wel denken we dat een recessie wordt vermeden, onder andere door de sterke balansen van huishoudens en bedrijven, belastingverlagingen en positieve effecten van deregulering. Voor andere regio's, zoals Europa en Azië, voorzien we een minder grote impact op groei en inflatie. Beleidsmakers hebben hier meer ruimte om de economie te ondersteunen met monetaire versoepeling en fiscale stimuleringsmaatregelen.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Tegen deze achtergrond vinden we aandelenmarkten buiten de VS, zoals van de eurozone en Japan, relatief aantrekkelijk gewaardeerd. Meer investeringen in infrastructuur en defensie, en renteverlagingen door de ECB, zijn een belangrijke steun in de rug voor Europese beurzen. De verzwakking van de Amerikaanse dollar die we voorzien, biedt opwaarts potentieel voor de yen. Tevens zorgen bedrijfshervormingen in Japan voor een verbetering van de winstgevendheid. Naast een Amerikaanse recessie, zien we een sterke stijging van Amerikaanse obligatierentes als een van de voornaamste risico's voor beleggers. Zorgen over de toenemende Amerikaanse staatsschuld, het hoge begrotingstekort en aanhoudende inflatie, kunnen de Amerikaanse obligatierentes omhoog stuwten. Dat zou aandelen- en obligatiemarkten over een breed front onder druk zetten.’

Gordon Harding

Fixed Income Product Strategist, Pimco



‘It is advisable to seek stable sources of return.’

‘The world is currently experiencing significant geopolitical uncertainty, with the US at the center of this turbulence. The Trump administration's aggressive measures to address trade deficits and reduce the size of the government have increased policy volatility, heightening global uncertainty, especially for export-dependent economies. This environment threatens the US's recent economic and financial market exceptionalism as both business and consumer confidence decline.’

Protectionist US policies and potential government spending cuts have raised concerns about recession risks and inflation in the US. Meanwhile, prospects for increased fiscal spending are improving outlooks for countries like Germany and China. Major central banks are expected to continue easing policies toward neutral levels.

This US-led uncertainty has triggered a sell-off in risk assets and increased market volatility. Conversely, high-quality bonds have performed well, delivering returns comparable to equities over the past year, and currently offering attractive valuations.

In this turbulent environment, it is advisable to seek stable sources of return. Attractive bond yields suggest bonds are well-positioned, making it a potentially good time to look at global opportunities. Investing across global fixed income markets in high-quality, diversified bonds can potentially enhance portfolio resilience. Additionally, allocating to global investment grade credit or securitized assets, such as government-guaranteed agency MBS, can potentially strengthen a portfolio. In private markets, asset-based finance is preferred over corporate credit for its relative stability and risk profile.’



Julie Dickson

Investment Director, Capital Group

'This is a time to pay close attention to valuations and dividend income.'

What is the economic outlook for the rest of 2025?

'The world has left the old order behind and recently entered the trade battlefield scenario, characterized by significant tariffs, technology export restrictions, and other protectionist measures that would accelerate economic decoupling and supply chain shifting. If the world remains in a protracted trade struggle, economic growth will likely be more subdued, and inflation could rise. If these tariffs are around long term, we are likely to see slower growth beyond 2025. On the other hand, if trade deals are struck relatively quickly, then a transition to the grand bargain scenario becomes more likely. This is a time to pay close attention to valuations and dividend income, when boring is beautiful.'

Where are the biggest opportunities and threats for investors?

'After a long stretch of mega-cap tech dominance, Q1 saw a rotation into

undervalued areas: health care, consumer staples, dividend payers, non-US equities, and small/mid-caps. Now more than ever, it's important to navigate markets actively and selectively.

A core allocation – rather than a focus on a particular style – feels most appropriate given today's volatility and uncertainty. The reshoring trend in the US could benefit select industrials. Globally, overlooked pharmaceutical firms offer value, as do dividend-paying utilities, banks, and defense companies. Europe's pivot to stimulate internal demand could boost domestically focused firms, while China's travel and gaming sectors may benefit from recent developments. Despite volatility, elevated yields and lower correlations make bonds attractive, offering income and a buffer against equity swings. For example, high-quality global corporate bonds have delivered positive returns and diversification.'

Corné van Zeijl

Beleggingsstrateeg, Cardano

'De vooruitzichten voor de economie gaan tegenwoordig net zo hard op en neer als de beurskoersen zelf. Dat komt natuurlijk door de (dreigende) handelsoorlog.'

Een bijkomend effect is grote onzekerheid. In de VS zeggen veel ondernemers dat ze van plan zijn te investeren, terwijl ze voorzichtig blijven over mogelijke beleidswijzigingen die in de nabije toekomst kunnen plaatsvinden. De investeringen zullen waarschijnlijk dus beperkt zijn.

Die onzekerheid zien we ook terug bij consumenten. Want onzekere mensen consumeren niet, die sparen liever. Het voordeel is wel dat dat sentiment ook zo

maar weer kan overwaaien. Stel, het blijft het komende halfjaar rustig, dan kruipt die consument misschien weer uit zijn schulp en consumeert die als vanouds. Vooral de arbeidsmarkt cijfers zijn daarbij van belang.

De kansen voor beleggers liggen vooral in het goed timen van de markt. Na 'Liberation Day' op 2 april zagen we een sterk negatief sentiment in de markt. Dat zijn dan juist goede momenten om te kopen. Als de euforie weer is teruggekeerd, zijn het juist goede verkoopmomenten. Op fundamentele gronden zijn we voorzichtig, omdat de aandelen flink aan de prijs zijn en de vooruitzichten onzeker.'



'De kansen voor beleggers liggen vooral in het goed timen van de markt.'



Raphie Hayat

Beleggingsstrateeg, a.s.r. vermogensbeheer

‘Energieprijzen zijn een belangrijke ‘wild card’.

Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2025?

‘Als ik de economische vooruitzichten zou vertalen naar een weersvoorspelling, zou het zoets zijn als: ‘Mistig, met kans op opklaringen. Maar glad, dus ook kans dat je op je snuiter valt.’ Want we zitten in een macro-economische omgeving die een stuk onzekerder is dan een half jaar geleden. Met name door de beleidsonzekerheid rondom de handelstarieven van Trump, maar ook door geopolitieke brandhaarden. Economische groeiverwachtingen zijn dan ook gematigd ten opzichte van het begin van dit jaar, hoewel er nog geen recessies worden verwacht.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘We neigen kansen en bedreigingen te zien als twee aparte dingen, maar het zijn vaak twee kanten van dezelfde munt. Als

je denkt dat een bedreiging niet volledig materialiseert, kun je het als een kans zien, en andersom ook. Een van de bedreigingen is dat de handelsoorlog tussen de VS en China na de recente pauze van 90 dagen toch weer oplaait. Ook zou het conflict tussen Rusland en Oekraïne weer kunnen escaleren. Dit heeft misschien niet direct invloed op de reële economie, maar wel via bijvoorbeeld gas- en olieprijs. Los hiervan zijn energieprijzen trouwens een belangrijke ‘wild card’. Als OPEC weer minder gaat produceren bijvoorbeeld, zal dat positief zijn voor energieprijzen, maar een negatieve schok voor de economie. De uitdaging voor beleggers is om in te schatten in hoeverre financiële markten de huidige bedreigingen voldoende ‘inprijzen’. Gelukkig is er een oplossing als je het echt niet weet. Goed spreiden en een lange adem hebben.’

Mark Sherlock

Head of US Equities, Federated Hermes Limited, and

Stephen Auth,

Chief Investment Officer Equities, Federated Hermes



‘What will the second half of the year bring? To date, it’s all been about the White House with tariff talk dominating headlines. But could that be about to change?

Sentiment has been dominated by executive orders, policy announcements, and tariff uncertainty. However, this may now have peaked, with the possibility of less volatile times ahead. While volatility may continue for a few weeks as individual tariff arrangements are agreed, we believe we are past the worst and that the second half of the year may prove more profitable for investors than the first.

We anticipate a temporary pause in consumer and corporate spending as the ‘rules of engagement’ emerge, but US small- and mid-cap (SMID) companies are somewhat insulated from US-imposed tariffs due to their domestic focus. If tariffs force a re-alignment of the global

supply chain, domestic small and mid-caps should benefit from increased economic activity and demand.

While volatility remains unnerving for investors, market ups and downs are neither unusual nor unwelcome. Data shows that since the inception of the Russell 2500 Index in 2004, investors have experienced average intra-year drops of 17.8%. Importantly, year-end annual returns have been positive in 16 of the last 21 years.

Navigating the trade war was never going to be easy. We anticipated volatility, though maybe not to this degree! We advocate for a moderate overweight in equities, while waiting for a sign that the fog is beginning to lift or at least get less dense. Clearer days may be ahead. With the near-term voyage still fraught with pitfalls, the probability of a market-reset seems relatively high.’

‘The second half of the year may prove more profitable for investors than the first.’



Richard Abma

Chief Investment Officer, OHV Vermogensbeheer

‘Technologiegerelateerde bedrijven bieden voor de middellange termijn weer interessante instapniveaus.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2025?

‘Financiële markten bewegen tussen hoop en vrees vanwege de importheffingsoorlog die president Trump heeft ontketend. Dit lijkt de reële economische groei voor 2025 omlaag te drukken. Consumenten worden onzekerder en worden geconfronteerd met hogere prijzen van producten. Twee derde van de Amerikaanse en Europese economie wordt bepaald door consumentenbestedingen. Consumentenvertrouwen heeft op korte termijn daarom een belangrijke invloed.

Aan de andere kant blijft de banenmotor in de VS en Europa goed draaien. Er is nog altijd een nijpend tekort aan personeel in veel sectoren. Dit is een belangrijke tegenhanger voor de onzekerheid rondom de handelsoorlog. Consumenten hebben inkomen en zullen dit op de middellange termijn blijven besteden. Centrale banken in Europa en de VS zullen daarbij de korte rente met nog 2 à 3 stappen van 0,25% in de loop van 2025 omlaag brengen. Dit biedt ook ondersteuning voor de econo-

mie en zorgt er waarschijnlijk voor dat een recessie in 2025 wordt voorkomen.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘De grootste kansen liggen bij gezonde bedrijven met een lage schuldpositie die een sterke marktpositie hebben en inspelen op seculaire trends. Dit blijven toch veelal technologiegerelateerde bedrijven die ook inspelen op de groeiende behoefte van AI-toepassingen voor bedrijven en consumenten. Dit soort bedrijven is door de handelsoorlog recent flink afgestraft en biedt voor de middellange termijn daarom weer interessante instapniveaus. Kijkend naar de vastrentende waardenkant van beleggingen zie ik kansen in de private debt-omgeving. De rentepremie die beleggers hier ontvangen voor het opgeven van een stukje liquiditeit en complexiteit, is momenteel heel hoog. Naarmate meer institutionele beleggers de stap naar private debt maken, zal deze premie omlaaggaan, zo is mijn verwachting.’

Ronald Verhagen

Director, AF Advisors

‘Na de recente updates verwachten het IMF en de Wereldbank nu beide een wereldwijde groei van rond de 3% voor 2025, een lichte neerwaartse bijstelling ten opzichte van eerdere ramingen. Een geleidelijke terugval van de inflatie en stabielere rentes creëren ruimte voor een gematigde groei van investeringen en handel. Niettemin blijven geopolitieke spanningen, protectionistische tendensen en het doorlopende disruptieve effect van de Amerikaanse politiek cruciale risico-factoren. De basisscenario's veronderstellen blijvende handelsbarrières. Als deze worden versoepeld, dan treden economische meevallers op ten opzichte van de basisscenario's. Markten lijken nu vooruit te lopen op versoepelingen, maar dit is voorlopig eerder wensdenken dan werkelijkheid.

Voor beleggers ontstaat daarmee een landschap van verhoogde volatiliteit én

aantrekkelijke niches. Een solide spreiding over regio's, sectoren en beleggingscategorieën is geen luxe, maar noodzaak. Die vormen de eerste verdedigingslinie tegen idiosyncratische schokken. Obligaties met een langere duration profiteren wanneer centrale banken rentes blijven verlagen. Aan de bedreigingskant staan de kortstondige maar hevige marktreacties op de handelsretoriek of op onverwachte geopolitieke escalaties. De TACO-vuistregel ('Trump Always Chickens Out') tempert paniek, maar elimineert de headlinerisico's niet. Bovendien, als versoepelingen van handelstarieven uitblijven, valt het fundament onder de huidige markt weg en dat maakt hernieuwde volatiliteit onvermijdelijk. Met strategische discipline en risicobeheer creëren slimme beleggers de ruimte om kortetermijnkansen te benutten.’



‘Een solide spreiding over regio's, sectoren en beleggingscategorieën is geen luxe, maar noodzaak.’

Lucas Crasborn

Van Someday naar Optimix Vermogensbeheer: 'Het zijn interessante tijden voor beleggers.'



1991
Economie, Erasmus
Universiteit

1964
Geboren in Reuver

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

'Heel goed. Optimix is een bedrijf met een heel goede sfeer en sterke professionals waaraan klanten met een gerust hart hun geld kunnen toevertrouwen.'

Welke aspecten van uw functie geven u nu al energie?

'Het zijn ontzettend interessante tijden om als belegger aan de slag te zijn. Enerzijds zie je dat de politiek wereldwijd polariseert en dat het moeilijk blijkt om noodzakelijke maar lastige beslissingen te nemen. Anderzijds versnelt de technologische ontwikkeling, mede door AI, wat kan leiden tot enorme investeringen en productiviteits-

groei. Het is een mooie uitdaging om daar goed doorheen te navigeren.'

Wat was uw allereerste baan en wat heeft u daar geleerd?

'Ik ben in 1991 bij NN gaan werken op de afdeling Effecten en Leningen. Daar werd ik al snel ingezet voor de analyse van 5%-belangen in Nederlandse bedrijven. Mijn analyses werden beoordeeld door de directeur, Bert Heida. Zijn commentaar was onverbiddelijk, maar daarna nam hij altijd ruim de tijd om je uit te leggen wat je over het hoofd had gezien. Ik ben hem daar nog steeds dankbaar voor. Hij heeft mij geleerd om op basis van een gedegen analyse kritisch na te denken.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Optimix Vermogensbeheer?

'Directeur Jaap Westerling en ik hebben in het verleden prettig samengewerkt bij ING IM en daarna altijd contact gehouden. Kort na het besluit dat Someday op een lager pitje verder zou gaan, hadden we toevallig een afspraak. Jaap had net gehoord dat mijn voorganger, Jelte de Boer, zou stoppen en was op zoek naar een opvolger om het beleggingsteam te leiden.'

Wat verwacht u daar als Chief Investment Officer te bereiken?

'Uiteindelijk draait het er natuurlijk om dat klanten tevreden zijn over de manier waarop wij hun vermogen beheren. We leven in interessante tijden met een breed scala aan mogelijke beleggingsuitkomsten. Ik hoop dat we samen met onze klanten over een paar jaar tevreden kunnen terugkijken op hoe we ons daar succesvol doorheen hebben geloodst.'

Wat is het belangrijkste dat u hebt geleerd in uw vorige baan, en hoe neemt u dat mee in deze nieuwe rol?

'Het belang van timing. Ik lees dagelijks over problemen waarvoor de participatiehypotheek die we met Someday naar de markt wilden brengen een oplossing kan bieden. Ondanks de steun van een aantal CIO's van pensioenfondsen en hun teams hadden de besturen van de pensioenfondsen door de Wtp zoveel op hun bord liggen, dat een investering in een innovatief product, ondanks de positieve effecten voor hun leden, geen prioriteit kreeg. Timing is ook cruciaal bij beleggen. Een bekend gezegde luidt: 'Markets can stay longer stupid than you can stay liquid.'

Wat zijn uw persoonlijke ambities?

'Ik ben nooit een carrière-planner geweest, maar wil uitblinken in wat ik op dit moment doe.' ■

Darinka Krul

is aangesteld als Secretaris Commissie Balansbeheer en Risk & Audit bij Pensioenfonds PGB. Ze werkte tot voor kort bij ABN AMRO Bank en is Secretaris bij JIIP.

Peter van Rooyen

wordt bij SysCat Capital verantwoordelijk voor Partnerships & Market Access. Eerder was hij CIO bij Dasym.

Yimin Qin

is gestart bij Privium Fund Management als Associate Director. Hiervoor was ze Portfolio Manager & Analyst bij Financiële Diensten Amsterdam.

Gabriëlle Krapels

is toegetreden tot de statutaire directie Vermogensbeheer van PGGM als Chief Policy Officer. Zij is afkomstig van APG Asset Management.

Niels Faassen

is bij Pensioenfonds Rail & OV gepromoveerd tot Senior Portfolio Manager Private Equity & Infrastructure.

Laurens-Jan Portier

gaat aan de slag bij a.s.r. real assets investment partners als Senior Portfolio Manager bij het team Europese beleggingen.

Joost Hagens

is begonnen als Investment Manager bij Wealth Management Partners. Hij komt over van Providence Capital.

Martijn Leppink

is aangesteld als Associate Partner Financial Services bij Eraneos. Hij was eerder werkzaam bij WTW en TKP Pensioen.

Daniëlle Melis

is toegestreden tot de RvC van PGGM N.V. en neemt tevens plaats in de audit-, risk- en compliance commissie. Ze blijft daarnaast lid van de RvC van PGGM Vermogensbeheer B.V.

Ben Kramer

is lid van de RvT van Pensioenfonds voor de Woningcorporaties (SPW). Hij is sinds 2023 actief als zelfstandige.

Fleur Cornelissen

is bij Invesco EMEA begonnen als Marketing Associate Director - Benelux, Nordics, France and Middle East. Hiervoor werkte zij bij Triodos Investment Management.

René van der Zeeuw

begint voor zichzelf met de oprichting van het bedrijf Asset Management Investment Services.

Derek ter Haar

gaat bij ASN Impact Investors aan de slag als Commercieel Manager. Hij komt over van ClimatePartner.

Lissy Smit

is aangesteld als Global Head Sustainability bij Rabobank Wholesale & Rural. Zij was hiervoor werkzaam bij Aqua-Spark.

Guido Bosch

begint per 1 augustus als Chief Executive Officer van Nationale-Nederlanden Bank. Hij werkte eerder voor ING.

Omar Abdellaoui

is aangesteld als Risicomanager Vermogensbeheer bij Pensioenfonds ABP. Hij werkte hiervoor bij De Nederlandsche Bank.

**Saskia van den Bronk**

is begonnen als Director European Investments bij Bouwinvest. Hiervoor werkte zij bij PATRIZIA.

Edwin Schrijver

is benoemd tot Chief Quality Officer binnen de Raad van Bestuur van BDO Accountants & Adviseurs.

Dirk Jan van den Berg en Barbara Frohn

treden toe tot de RvC van KPMG. Van den Berg wordt Voorzitter, Frohn treedt aan als gewoon lid.

Roland de Bruijn

is benoemd tot Client Chief Investment Officer bij BlackRock Nederland. Hiervoor werkte hij 13 jaar lang bij MN.

Siep Wijsenbeek

gaat aan de slag als Directeur van de Stichting Vrienden van het Sophia. Hij komt over van FIN, waar hij eveneens Directeur was.

Roeland van Vledder

is aangetreden als onafhankelijk voorzitter van Pensioenfonds ING. Hij is ook voorzitter van Pensioenfonds DNB.

Daan Potjer

is begonnen bij Loyens & Loeff als Director Commercial & Legal Excellence. Hij komt over van Colliers Nederland.

Redmar Poen

is gestart als Compliance Officer bij APG Asset Management. Hij is afkomstig van Deloitte.

Sander Schaap

is aangetreden als Associated Partner bij Affluent. Hij was de afgelopen 3 jaar verbonden aan Fisher Investments Europa.

Erik den Hertog

is benoemd tot Chief Commercial Officer van Aegon Asset Management.

Ivo Lurvink

is toegetreden tot de Raad van Commissarissen van Robeco. Hij werkte onder meer bij CVC Capital Partners, Credit Suisse First Boston en ING Groep.

Ramses Man

is begonnen als Chief Investor Engagement Officer bij Oikocredit.

Hans Perk

is bij Oikocredit gepromoveerd tot Chief Impact Investment Officer.

Dinja Voorhorst

is begonnen als Managing Director bij Christie's International Real Estate | R365. Hiervoor werkte zij ruim 6 jaar bij ING Private Banking.

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





Advertentie

BEZORG ZE EEN ZEE AAN LIEFDE

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

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

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

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

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

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



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

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





INVEST IN A GREENER FUTURE

BEFORE

AFTER

DUURZAME GROEI BEGINT BIJ JOU
VERKEN ONZE PARTNERSHIPS.



JUSTDIGGIT