

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

KLIMAATBELEID PENSIOENFONDSEN IN STRIJD MET DE TINBERGEN-REGEL

Prof. Dr. Sweder van Wijnbergen,
emeritus hoogleraar

RONDE TAFEL NEW DEVELOPMENTS IN ETFs

ETF-markt blijft groeien,
ook in Europa

PUZZELEN MET ECONOMIE EN GEOPOLITIEK

Wouter Sturkenboom
Providence Capital



OUTLOOK 2026
door 16 experts

Pensioenseminar 'Beleggen onder de Wtp: lessen van de koplopers – en wat komt er na de transitie?'

Datum: Maandag 23 maart 2026 van 11.30 tot 17.15 uur

Locatie: MN, Den Haag

Wat kunnen pensioenfondsen doen om in aanloop naar de Wtp-transitie de dekkingsgraad stabiel te houden? En wat doen pensioenfondsen in de praktijk?

Wat kunnen we leren van de pensioenfondsen die begin 2026 invaren of de transitie al hebben gemaakt? Waarom hebben nogal wat pensioenfondsen die van plan waren in te varen dit toch uitgesteld? Wat is de timing van het (verwachte) afbouwen van de rentehedge?

Wat zijn de ervaringen met de interacties met DNB ten aanzien van transitie en invaarplannen? Hoe organiseer je de samenwerking tussen custodian, PUO en fiduciair zo effectief mogelijk?

Hoe optimaliseer je de portefeuille na de transitie? Is er ruimte voor illiquide en complexe beleggingen? Zo ja, hoe bepaal je de allocatie daarnaartoe? Welke uitdagingen kom je daarbij tegen? Wat doe je nu al en wat doe je later?

Hoe vertaal je de opgevraagde risicohouding naar daadwerkelijk beleggingsbeleid voor de verschillende leeftijdscohorten?

Deze en andere actuele vragen over het nieuwe pensioenstelsel staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsen over **'Beleggen onder de Wtp'** op **maandag 23 maart 2026 van 11.30 tot 17.15** uur op het kantoor van MN in Den Haag.

De middag zal worden geleid door **Paul de Geus**, bestuurder en toezichthouder bij diverse pensioenfondsen, en expert vermogensbeheer en risicomangement.



Registratie:

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

Meer informatie: <https://www.financialinvestigator.nl/seminar-23-03-2026>



In samenwerking met:

achmea 
Investment Management

BlackRock

 **Invesco**



 **VAN LANSCHOT
KEMPEN**

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Ames, Manno van den Berg, Daphne Frik,
 Baart Koster, Joost van Mierlo, Daan Nijssen,
 Michiel Pekelharing, Lies van Rijssen en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

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

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Richard Abma, Salman Ahmed, Benoit Anne,
 Luke Barrs, Sven van den Beld, Krispijn Bertoen,
 Effi Bialkowski, Jeroen Blokland, Jolien Brouwer,
 Nick Brugman, Denis Cole, Raquel Criado Larrea,
 Marc Debois, Sabrina Denis, Han Dieperink,
 Leticia Ferreras Astorqui, Thomas van Galen,
 Sander van Ginkel, Marco Granskog, Sytske
 Groenewald, Raphie Hayat, Lars Heerink, Ruud
 Hendriks, Olaf van den Heuvel, Bob Homan,
 Guido Hout, Simon Hutcheson, Thijs Jochems,
 Ian Jones, Henk Jonker, Reza Kahali, Charles
 Kalshoven, Sanela Kevric, Piet Klop, Olof Könst,
 Alfred Kool, René Kroes, Claudia Kruse, Albert
 Kwok, Andy Langenkamp, Joost van Leenders,
 Patrick Lemmens, Frédéric Leroux, Mies
 Ligtenberg, Paul Linssen, Axel Maier, Phil
 Michels, Sara Moreno, Daniel Morris, Maurice
 Mureau, Jitzes Noorman, Judith Norbart, Anna
 Pot, Timothy Prescott, Jeroen van der Put,
 Philippe Roset, Paul Ruijs, Roelof Salomons,
 Hania Schmidt, Dirk Schoenmaker, Federico
 Sguazzini, Ruud Smets, Stefan Singor, Carlo
 Splint, Paul van Stiphout, Wouter Sturkenboom,
 Jan Willem van Stuijvenberg, Pim Swart, Richard
 Thaler, Jeroen Tielman, Robert Tipp, Rob van
 Tulder, Matthijs van der Vaart, Ineke Valke,
 Martijn van Veen, Frans Verhaar, Jacob
 Vijverberg, Peter van der Welle, Lucas Wensing,
 Ralph Wessels, Fred Wouters, Sweder van
 Wijnbergen, Jeffrey Young en Wim Zwanenburg

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Fotobureau Raphaël Drent
 Kees Rijken Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision



ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

Financial Investigator wordt via controlled
 circulation uitsluitend verspreid onder 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 verva-
 luidigd, 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.

Tussen realisme en irrationaliteit

2025 loopt ten einde met een economie die veerkrachtiger bleek dan velen hadden
 verwacht, al blijven de contouren van een nieuw tijdperk duidelijk zichtbaar. De
 inflatie is verder afgenomen, centrale banken zetten de eerste voorzichtige stappen
 richting verruiming en de groei houdt stand. Tegelijkertijd blijft de wereld



gedomineerd door geopolitieke spanningen, oplopende
 schulden en een steeds gefragmenteerder economisch
 landschap. In de Outlook-bijdragen in deze editie zien
 we datzelfde beeld terug: een mix van realisme en
 voorzichtige hoop op stabiliteit.

Wat vooral opvalt, is hoe snel technologie de toon zet.
 AI verschuift van experiment naar structurele factor in
 bedrijfsmodellen, waarderingen en portefeuilles. Ook
 crypto ontwikkelt zich met grote stappen. Met MiCA,
 verdere professionalisering en de opkomst van tokenisatie

is deze markt allang geen speeltuin meer, maar een domein dat institutionele
 beleggers serieus moeten adresseren.

Daarnaast zijn er bewegingen die het bredere beleggingslandschap kleuren: ETF's
 die blijven winnen aan relevantie, tien jaar SDG's die laten zien waar vooruitgang
 is geboekt en waar ambities nog achterblijven, en blijvende aandacht voor klimaat
 en circulariteit.

Deze decembereditie brengt al die lijnen samen en biedt daarmee een breed beeld
 van waar de markt nu staat – én waar de discussie het komende jaar naartoe zal
 bewegen.

Daarbij brengen we ook graag persoonlijke perspectieven in beeld. Nobelprij-
 swinnaar Richard Thaler toont zich een scherp criticus van Trump en verwacht
 dat het huidige Amerikaanse economische beleid, gestoeld op 'irrationaliteit',
 onhoudbaar is. Prof. dr. Sweder van Wijnbergen hekelt de steun van pensioen-
 fondsen aan klimaatbeleid. Volgens de emeritus hoogleraar gaat dat dwars in
 tegen de regel van de bekende econoom Jan Tinbergen, die stelt dat het effectiever
 is als pensioenfondsen zich strikt toeleggen op hun kerndoelstelling: het realiseren
 van een goed pensioen voor hun deelnemers.

In het coverinterview laat Wouter Sturkenboom zich van een meer persoonlijke
 kant zien. Zijn switch van de institutionele beleggingssector naar de private
 wealth- en family office-wereld vroeg van
 hem ook een persoonlijker benadering van
 zijn vak. In de basis gaat het echter om het
 oplossen van puzzels en het omgaan met
 onzekere tijden. Een passend perspectief in
 deze laatste, extra dikke editie van het jaar.

Ik wens u veel leesplezier, fijne feestdagen en
 een voorspoedig en gezond nieuw jaar!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Outlook 2026:
 Seizing Opportunities in
 a Transforming Market**

**Datum: 10 februari 2026
 15.00 - 18.45 uur
 Locatie: Vlerick Business
 School, Brussel**

**Meer info en registratie:
[financialinvestigator.nl/
 seminar-10-02-2026](http://financialinvestigator.nl/seminar-10-02-2026)**



10

Puzzelen met economie en geopolitiek



26

Klimaatbeleid pensioenfondsen in strijd met de Tinbergen-regel



Ronde tafel 'New Developments in ETFs'

14

COVERVERHAAL

10 Puzzelen met economie en geopolitiek, Interview met Wouter Sturkenboom, Providence Capital

THEMA NEW DEVELOPMENTS IN ETFs

14 Ronde tafel 'New Developments in ETFs'

24 Waarom een nieuwe groeifase aanbreekt voor de ETF-markt, Interview met Jolien Brouwer, Invesco

THEMA SDGs, IMPACTBELEGGEN, KLIMAAT-NEUTRALE & CIRCULAIRE ECONOMIE

34 Ronde tafel '10 jaar SDG's'

44 Impact is niet voorbehouden aan private markten, Interview met Henk Jonker, Triodos Investment Management

46 Impact staat of valt met heldere keuzes, Paneldiscussie 'Hoe verhouden impact-beleggen en de transitie naar een klimaat-neutrale en circulaire economie zich tot elkaar binnen het beleggingsbeleid?'

50 Impact ontstaat door bedrijven te helpen veranderen, Paneldiscussie 'Hoe kunnen pensioenfondsen gezamenlijk de markt voor circulaire en klimaatneutrale investeringen vergroten?'

THEMA AI & CRYPTO

72 Ronde tafel 'AI & Blockchain'

82 AI, zeepbellen en creatieve vernietiging, Carmignac

84 Op naar de vierde golf!, Interview met Sabrina Denis, Janus Henderson Investors

88 Special 'Kun je crypto als institutionele belegger nog negeren?'

92 Crypto toegankelijk maken voor traditionele beleggers, Interview met Martijn van Veen, M11 Funds

94 Van buzz naar basis: AI voor beleggers, argan.ai

THEMA OUTLOOK 2026

96 Kansen verschuiven in een wereld met een hogere inflatie, Paneldiscussie met economen 'The Macro & Asset Class Outlook for 2026 and beyond'

100 AI-hausse maakt markt kwetsbaar in 2026, Paneldiscussie met CIO's 'How to position your portfolio for 2026 and beyond'

104 Macro- en multi-assets: tijd voor meer perspectief, Fidelity International

106 Special 'Outlook 2026'

S Gesponsord

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 Hoogste tijd om vuist te maken tegen Trump,** Interview met Nobelprijswinnaar Richard Thaler
- 26 Klimaatbeleid pensioenfondsen in strijd met de Tinbergen-regel,** Interview met Prof. Dr. Sweder van Wijnbergen, emeritus hoogleraar
- 30 Oplossing nodig voor spread target onder Wtp,** Evli Bank Plc
- 32 De directe relatie tussen investering en tastbaar resultaat,** Interview van Carlo Splint, BlackRock, met Fred Wouters, SPMS
- 54 Bewust kiezen voor duurzame waardecreatie,** Interview met Paul van Stiphout en Timothy Prescott, Bouwinvest
- 56 Duurzame energievoorziening biedt kansen voor institutionele beleggers,** ASR Dutch Green Energy Fund
- 58 Investors are returning to the shops,** Savills Investment Management
- 60 The Great Global Restructuring: 4 drivers of change,** Capital Group
- 62 Common myths and misconceptions about asset-based finance busted,** PIMCO
- 64 Quantitative precision: unlocking Europe's alpha potential,** Goldman Sachs Asset Management
- 66 Six reasons to invest in emerging markets,** PGIM Investments
- 68 Het jaar 2025 in beeld**

COLUMNS

- 9 IVBN:** Rust in de politiek, dynamiek in het land
- 29 Thijs Jochems:** Democratie: RIP?
- 81 CFA Society Netherlands:** Over de winnaars en verliezers van AI
- 87 Han Dieperink:** Baanloze groei
- 117 Wim Zwanenburg:** Supply-chains blijven kwetsbaar

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 118** Boeken & Papers
- 119** On the move special: **Olof Könst**
- 120** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 10/02/2026** Seminar 'Outlook 2026: Seizing Opportunities in a Transforming Market' in Brussel
- 23/03/2026** Pensioenseminar 'Beleggen onder de Wtp: lessen van de koplopers – en wat komt er na de transitie?'


Ronde tafel
'10 jaar SDGs'

34



106

Outlook 2026



72

Ronde tafel
'AI & Blockchain'

Europese Commissie stelt vereenvoudiging van SFDR voor

De Europese Commissie heeft een voorstel gepubliceerd om de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) ingrijpend te herzien. Centraal staat de invoering van een nieuw productcategoriseringssysteem dat het huidige, op uitgebreide rapportage gebaseerde raamwerk vervangt. De voorgestelde vereenvoudiging maakt deel uit van de bredere EU-agenda om regelgeving toegankelijker te maken en investeerders duidelijker inzicht te bieden in de duurzaamheid van financiële producten.

Uit consultaties door de Commissie sinds eind 2022 blijkt dat de doelstellingen van de regelgeving breed worden ondersteund, maar dat de uitvoering voor financiële marktpartijen complex is. Definities sluiten niet altijd aan op andere duurzaamheidswetgeving, zoals de EU-taxonomie, en betrouwbare ESG-



gegevens blijken moeilijk beschikbaar. Daarnaast worden de SFDR-artikelen 8 en 9 veelal gebruikt als labels, wat nooit de bedoeling was.

Het voorstel richt zich op twee pijlers: het verlichten van administratieve en rapportageverplichtingen voor financiële instellingen en het verbeteren van de vergelijkbaarheid van duurzame producten. Hiervoor wil de Commissie de transparantie-eisen terugbrengen en drie productcategorieën invoeren: 'duurzaam', 'transitie' en 'overige ESG'.

Belangrijke aanpassingen zijn het schrappen van entiteitsniveau-rapportages over principal adverse impacts, een sterke beperking van product disclosures en het verwijderen van de bestaande definitie van 'duurzame investering'. De kernconcepten – bijdrage aan een milieu- of sociaal doel, het 'do no significant harm'-principe en goed bestuur – blijven bestaan, maar worden eenvoudiger toegepast binnen de nieuwe categorieën.

DE TIPS VAN

Marc Debois

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

'Dat je nee moet durven zeggen. Bij direct investering vind je namelijk al snel creatieve redenen om een deal toch passend te maken. Ik heb geleerd dat dezelfde inventiviteit soms nodig is om te tonen waarom iets niet moet. Juist die selectie bepaalt of je aandacht en kapitaal gaan naar wat echt waarde creëert. Families waarderen uiteindelijk kwaliteit boven kwantiteit en de rust die een weloverwogen nee biedt.'

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

'De podcast *Masters of Scale* toont de echte uitdagingen achter groei, weg van de gladgestreken pitchdecks. *The Twenty Minute VC* geeft kritische inzichten in hoe investeerders naar deals kijken. Iedereen die met ondernemers of family offices werkt, profiteert ervan hoe deze podcast-combinatie kernvragen aanschierpt en het eigen investeringsproces eerlijk houdt.'



Marc Debois is Fractioneel CIO en Oprichter van FO-Next, dat family offices en vermogende families ondersteunt bij directe investeringen. Hij heeft ruim 20 jaar ervaring in Private Banking en Investment Banking in Europa, de VS en Mexico, en was onder meer Global Head of Family Office bij ING Wholesale Banking. Hij treedt regelmatig op als spreker en panellid over family offices en hun directe investeringen.

IBS Capital Allies
fiduciair partner
van Fonds
Schiedam
Vlaardingen e.o.

Fonds Schiedam Vlaardingen e.o. heeft IBS Capital Allies geselecteerd als fiduciair partner voor het beheer van haar vermogen. Het regionale vermogensfonds richt zich op projecten om de leefbaarheid en kwaliteit van de samenleving in Schiedam, Vlaardingen en Maassluis te vergroten. Jaarlijks steunt het honderden initiatieven op het gebied van gezondheid, natuur en milieu, educatie, sport, kunst en cultuur, en maatschappelijk welzijn.

Coalitie introduceert uniforme standaard voor meten van zorgimpact

Een groep Nederlandse impactinvesteerders heeft een nieuw raamwerk gelanceerd om de maatschappelijke impact van investeringen in de zorg meetbaar en vergelijkbaar te maken. Het zogeheten Lifesciences and Healthcare Impact Framework (LIFE) is ontwikkeld door Invest-NL, PGGM, Achmea Investment Management, VGZ en CbusineZ. Het initiatief moet bijdragen aan meer samenhang en transparantie in impactmeting en daarmee de opschaling van zorginnovaties ondersteunen.

Het LIFE-raamwerk richt zich op vijf dimensies: kwaliteit van zorg, kosten, capaciteit, tevredenheid van betrokken partijen, en duurzaamheid. Deze structuur sluit aan op de zogeheten quadruple aim, aangevuld met een duurzaamheidscomponent. Door een uniforme beoordelingsmethode moeten publieke en private financiers investeringsvoorstellen beter kunnen analyseren op zowel maatschappelijke waarde als financiële haalbaarheid.

De coalitie achter LIFE roept andere investeerders op het raamwerk breed toe te passen om impactondernemingen transparant te maken, op te schalen en echte vooruitgang te realiseren in zorg en welzijn.

NATIXIS IM:

Beleggers verwachten marktcorrectie in 2026

Zo'n 74% van 515 internationale institutionele beleggers verwachten dat de markten in 2026 een correctie zullen ondergaan. Dat blijkt uit de Natixis IM's Global 2026 Institutional Outlook Survey.

Geopolitieke onzekerheid is inmiddels de grootste economische zorg (49%). Handelstarieven, geopolitieke spanningen en ontwikkelingen in China drukken op de vooruitzichten: 73% ziet politieke instabiliteit als toenemende dreiging. Nederlandse respondenten noemen vooral een technologiezeepbel (67%), oplopende inflatie (50%) en recessierisico (50%).

Institutionele beleggers rekenen op meer volatiliteit in aandelen (59%), obligaties (38%) en valuta (46%). Hoewel de interesse in de VS afneemt, winnen Europese (40% verhoogt allocatie) en Azië-Pacific-aandelen (44% verhoogt) aan populariteit. Geopolitieke spanningen creëren ook kansen: 77% in Europa en 81% in Noord-Amerika is positief over defensie-aandelen. De helft verwacht dat India China voorbijstreeft als belangrijkste EM-beleggingsbestemming. Diversificatie leidt daarnaast tot hernieuwde interesse in crypto: 33% investeert inmiddels in digitale assets, tegen 18% in 2024. Van hen wil 36% de allocatie verhogen, terwijl bijna de helft crypto nu als legitiem beschouwt.

Duurzaam beleggen blijft een belangrijk thema: 58% ziet alpha in ESG-strategieën, in Nederland zelfs 92%. Hoewel de politieke wind is gedraaid, blijft ESG voor de meerderheid een integraal onderdeel van het beleggingsproces.

AI blijft tot slot zowel bron van kansen als zorgen. 46% vreest een AI-zeepbel, maar 65% verwacht dat AI in 2026 opnieuw groei stimuleert.



BlackRock ziet kansen voor heropleving Europese kapitaalmarkten

Amerikaanse aandelen blijven voorsnóg aantrekkelijker dan Europese, maar een reeks beleidsinitiatieven en hervormingsplannen voedt de verwachting dat Europa terrein kan terugwinnen. Dat stellen strategen en economen van het BlackRock Investment Institute (BII). In een rapport analyseren zij welke stappen nodig zijn om de Europese kapitaalmarkten te versterken en waar voor beleggers kansen ontstaan.

Volgens de opstellers van het rapport heeft Europa sinds de financiële crisis marktaandeel verloren door een combinatie van externe schokken – zoals de schulden crisis, de coronapandemie, geopolitieke spanningen en Amerikaanse handelstarieven – en interne structurele problemen. De productiviteitsgroei blijft achter, mede doordat minder snelgroeiende sectoren een groot deel van de Europese aandelenindices bepalen. Ook spelen vergrijzing, strenger monetair beleid en gefragmenteerde kapitaalmarkten een rol.

Toch ziet de vermogensbeheerder signalen van verbetering. Beleidsmakers tonen volgens het instituut meer bereidheid structurele knelpunten aan te pakken, waaronder defensie-uitgaven, energiezekerheid en de mobilisatie van particulier spaargeld richting investeringen. Daarnaast kunnen de energietransitie en de uitbreiding van digitale infrastructuur vraag creëren naar materialen, technologie en ontwerpdiensten. Private markten zullen hierbij een belangrijke financieringsrol spelen.

Het rapport benadrukt dat Europese aandelen tegen een korting worden verhandeld ten opzichte van Amerikaanse sectorgenoten, wat kansen biedt. Tegelijkertijd blijft het succes afhankelijk van verdere hervormingen en van de ontwikkeling van de Amerikaanse markt, waar het AI-thema zwaar weegt. Als Europa in staat is op dit gebied op te schuiven én structurele hervormingen doorzet, kan dat volgens het instituut leiden tot een duurzaam sterker Europees beleggingsklimaat.

Hoogste tijd om vuist te maken tegen Trump

De door president Trump ingevoerde importtarieven zijn economisch gezien volstrekt onlogisch en de negatieve gevolgen worden nog versterkt door het vrijwel dagelijks veranderen van de tariefplannen. Het is dan ook de hoogste tijd dat Europese landen een vuist maken tegen de Amerikaanse president.

Door Joost van Mierlo

Dit zijn woorden van de Amerikaanse econoom Richard Thaler, winnaar van de Nobelprijs voor Economie in 2017. Die onderscheiding kreeg hij vooral voor zijn werk op het gebied van Behavioral Economics, een onderdeel binnen de economische wetenschap waarin wordt getwijfeld aan de vooronderstelling dat alle mensen rationeel handelen en voortdurend op zoek zijn naar het maximaleren van nut en geld.

Hij lichtte zijn bevindingen over de huidige stand van zaken in de wereld recent in Londen toe voor een groep buitenlandse correspondenten. De aanleiding was de publicatie van een nieuwe editie van zijn boek *The Winner's Curse*, waarmee hij in 1992 faam verwierf. Maar het bleek vooral een goede gelegenheid om zijn zorgen te uiten over het gebrek aan economisch besef bij hedendaagse politici, in het bijzonder Donald Trump. 'Het zou geen kwaad kunnen als Trump en zijn regering een beginnerscursus economie zouden volgen.'

Is Trump een goede onderhandelaar?

'Het hangt voor een belangrijk deel af van de reacties van de personen met wie hij onderhandelt. Het doet mij denken aan een cartoon die ik ooit zag in het weekblad *The New Yorker*. Daarin staat een man afgebeeld die pennen aan het verkopen is. Dat is echter niet alles. In een van zijn handen heeft hij een zweep. Bovendien staat er

een bordje bij hem met het woord 'Irrationeel'.

Dat is vergelijkbaar met de situatie waar landen mee te maken hebben als het gaat om onderhandelen met Trump. Het zijn geen normale onderhandelingen. Het kan zijn dat je niet geïnteresseerd bent in de pennen van de verkoper, maar je gedrag wordt anders als er een zweep in beeld komt en als je weet dat de persoon in kwestie irrationeel handelt.

Als het gaat om de tarieven van Trump, is het moeilijk om een econoom te vinden die zegt dat die tarieven slim zijn. We onderschrijven allemaal, of vrijwel allemaal, de theorie van het comparatieve voordeel van de econoom David Ricardo. Je kunt maar beter geen cacao gaan verbouwen in Europa. Focus op de dingen waar je een relatief voordeel hebt.

Tarieven verstoren dat. Ze zorgen voor onzekerheid. Dat geldt helemaal als je die tarieven vrijwel dagelijks verandert. Niemand is gebaat bij deze onrust. Je kunt Trump dan ook met geen mogelijkheid een goede

onderhandelaar noemen. Ik kan er geen chocolade van maken. Misschien dat een psychiater nodig is.'

Toch lijkt hij ermee weg te komen.

'De meeste mensen handelen volgens het eeuwenoude principe dat je andere mensen moet behandelen zoals je zelf behandeld zou willen

'China wordt geregeerd door ingenieurs, waardoor er veel wordt gebouwd. De VS wordt geregeerd door advocaten, die voorkomen dat er iets wordt gebouwd.'

Richard Thaler

Richard Thaler (1945) studeerde Economie aan de Universiteit van Rochester, waar hij in 1974 promoveerde. Hij wordt, samen met zijn collega's Daniel Kahneman en Amos Tversky, beschouwd als de grondlegger van Behavioral Economics, een onderdeel van de economische wetenschap dat uitgaat van het vertrekpunt dat mensen geen rationeel denkende computers zijn. In 2017 kreeg Thaler de Nobelprijs voor Economie. Zijn belangrijkste boeken zijn *A Winner's Curse* (1992, dit jaar verscheen een herschreven nieuwe editie), *Nudge* (2008, met Cass Sustein), en *Misbehavior* (2015).



worden. Trump houdt zich daar niet aan. In het boek gebruiken we een theorie die zegt dat je anderen moet behandelen zoals je zelf behandeld wilt worden, behalve wanneer je te maken hebt met een schurk. Laat schurken maar aan elkaar over.

In zijn onderhandelingen gedraagt Trump zich ten opzichte van bevriende landen alsof het zijn vijanden zijn. Deze landen kunnen daarop reageren door samen te werken en Trump, of de Verenigde Staten, te straffen voor hun gedrag. Ik weet ook niet waarom dat niet gebeurt, of beter gezegd, nog niet gebeurt. Het lijkt mij onvermijdelijk.

In de nieuwe economische theorie wordt het belang van de mogelijkheid om straffen uit te delen als een belangrijke voorwaarde gezien voor het succes van onderhandelingen. Dat geldt ook voor de onderhandelingen met de Verenigde Staten. Hoewel het voor ieder land afzonderlijk misschien niet rationeel is om represailles uit te vaardigen, dienen landen zich te realiseren dat het in het belang is van iedereen om een gezamenlijke vuist te maken ten opzichte van een land dat zich niet aan de regels houdt.

Hoe werkt dat rond een onderwerp als klimaatverandering, meer specifiek rond het Klimaatakkoord van Parijs?

'Trump mag dan worden gezien als het meest urgente probleem waar de wereld nu mee te maken heeft, maar het probleem van klimaatverandering is natuurlijk ingrijpend. Er was enorm veel kritiek op het Klimaatakkoord van Parijs. Het zou veel te vrijblijvend zijn en er werden geen maatregelen aangekondigd ten opzichte van landen die zich niet aan de afspraken houden.

Die kritiek is natuurlijk terecht. Maar het akkoord was toch niet helemaal waardeloos. Er is gekozen voor de

woorden dat landen 'beloven' bepaalde maatregelen te nemen. Het werkt beter als er straffen kunnen worden uitgedeeld, maar het uitspreken van de belofte is toch niet helemaal waardeloos. Uit steekproeven blijkt dat de helft van de mensen zich houden aan gedrag dat tot een sociaal wenselijke situatie leidt. Op het moment dat ze 'beloven' zich aan een akkoord te houden, wordt dit 60%. Het is misschien geen wezenlijke verandering, maar het is in ieder geval iets. Straffen werkt echter beter.'

De ongelijkheid in Westerse landen is de afgelopen jaren toegenomen. Hoe kijkt u daartegen aan?

'Als econoom kun je je voorstellen dat je een soort belastingschroef hebt, waar je aan kunt draaien. Bij het aandraaien van de schroeven wordt er geld overgeheveld van rijkere personen naar minder bedeelden.

Theoretisch is het mogelijk om deze schroef zo ver aan te draaien, dat iedereen evenveel geld bezit. Dat wil je natuurlijk niet, want dan zou er geen sprake meer zijn van enig initiatief, aangezien daar geen beloning tegenover staat.

Dat is natuurlijk een situatie waar we op dit moment niet mee te maken hebben. Aan de ene kant hebben we binnenkort 'trillionaires', terwijl er een heleboel armoede is. Het probleem is dat deze trillionaires over veel macht beschikken.

In een democratie, en het is de vraag of we daar in de VS nog van kunnen spreken, zijn er beperkte mogelijkheden om die schroef aan te draaien. We hebben nu te maken met een socialistische burgemeester in New York, maar hij zal er snel achter komen dat hij niet in staat is om die schroef aan te draaien.

Xi Jinping heeft meer mogelijkheden om invloed uit te oefenen dan de meeste leiders in andere landen. In de >

‘De meeste mensen handelen volgens het eeuwenoude principe dat je andere mensen moet behandelen zoals jezelf behandeld zou willen worden. Trump houdt zich daar niet aan.’

VS is de Supreme Court nu verwickeld in een discussie over de beperkingen van de macht van de president. We zullen de uitkomst daarvan moeten afwachten.’

Als u over die schroef zou kunnen beschikken, hoe ver zou u die dan aandraaien?

‘Ik zou hem aandraaien, maar ik zou werkelijk niet weten hoeveel. Er wordt tegenwoordig gesproken over een ‘wealth tax’, een vermogensbelasting. Dat is echter lastiger gezegd dan gedaan. Donald Trump heeft de helft van de belastinginspecteurs van de Amerikaanse belastingdienst ontslagen. Er zijn gewoonweg geen mensen beschikbaar om de waarde van juwelen, kunst en jachten van vermogende Amerikanen te bepalen.

Het bepalen van de waarde van dit soort goederen is sowieso lastig. Het vinden van een prijs van iets dat niet op grote schaal wordt verhandeld, is immers vrijwel onmogelijk. Ik denk dat, als er ooit gekozen wordt voor iets als een vermogensbelasting, het aantal beursgenoteerde bedrijven aanzienlijk zal verminderen. OpenAI is bezig met een beursgang. De kans op zo’n beursgang wordt 0% als er een vermogensbelasting wordt ingevoerd, en heel veel andere bedrijven zullen van de beurs worden gehaald.’

Als u veranderingen zou kunnen doorvoeren, wat zou er dan veranderen?

‘Er is een overvloed aan regelgeving waar ik een streep doorheen zou halen. Een jaar of vijftien geleden schreef ik samen met Cass Sustein het boek Nudge, waarbij Nudge staat voor manieren waarop dingen eenvoudiger kunnen worden gemaakt. Het tegenovergestelde is Sludge, dat dingen lastiger maakt.

Dat geldt voor veel regelgeving. In Californië moet een hogesnelheidsnetwerk komen. Het hele project wordt onmogelijk gemaakt door regelgeving. Zoals het er nu naar uitziet, is er over tien jaar een peperdure trein tussen twee steden waar nauwelijks mensen wonen.

De lijst van absurde voorbeelden is eindeloos. Een vriend van mij heeft een huis in de bergen rond

Tahoe in Californië. Hij wilde het verkopen en moest met een verklaring komen dat er geen ongedierte (termieten) aanwezig waren. Er zijn

geen termieten op een paar kilometer hoogte. De inspecteur die langskwam deed dat werk al dertig jaar in de regio. Hij had natuurlijk nog nooit termieten aangetroffen.

In plaats van standaardinspecties zou je kunnen kiezen voor een systeem waarbij je één op de honderd huizen inspecteert. Als niet aan de regels is voldaan, geef je een hoge boete. Dan kun je 99% van de inspecties schrappen. Het zou het veel eenvoudiger maken om huizen te bouwen, een van de grote uitdagingen in de meeste landen.’

Moeten we China, waar weinig belemmeringen lijken te bestaan, kopiëren?

‘Er wordt wel gezegd dat China wordt geregeerd door ingenieurs, waardoor er veel gebouwd wordt. De Verenigde Staten wordt daarentegen geregeerd door advocaten, die goed zijn in het voorkomen dat er iets wordt gebouwd.

Daar staat natuurlijk tegenover dat China zich weinig aantrekt van mensenrechten, of het nu gaat om de één-kind-politiek, of het totale uitgangsverbod rond de Covid-epidemie. Ikzelf herinner me de schrik toen ik, nu alweer jaren geleden, met mijn vrouw op vakantie was en we in de buurt kwamen waar de Drieklovdendam in de Yangtze-rivier zou komen. In de heuvels was een streep waaraan je kon zien hoe hoog het water zou komen te staan als de dam gereed was. Daaronder woonden miljoenen mensen die te verstaan werd gegeven dat ze moesten verhuizen.

‘Landen dienen zich te realiseren dat het in het belang is van iedereen om een gezamenlijke vuist te maken ten opzichte van een land dat zich niet aan de regels houdt.’

Ik bedoel maar te zeggen dat er veel mis is met democratie, maar het is nog altijd het beste politieke systeem dat er bestaat. Het is wachten op de politicus, of de politieke partij, die in staat is om dingen als nieuwbouw en het aanleggen van hogesnelheidstreinen te realiseren en die tegelijkertijd populair is.’ ■

Rust in de politiek, dynamiek in het land

Snelheid en stabiliteit zijn sleutelwoorden in de kabinetsformatie. Dit biedt kansen: de rust van een stabiel kabinet geeft ruimte om verder te kijken dan aantallen en te werken aan oplossingen die de woningmarkt structureel verbeteren.

De discussie over woningbouw wordt vaak gedomineerd door cijfers: hoeveel woningen zijn er nodig, in welke segmenten, en tegen welke prijs? Maar bouwen is geen optelsom van stenen, maar het fundament voor samenleven. Juist nu, met de verkiezingsbeloften nog vers in het geheugen en de formatie in volle gang, moeten we ons afvragen: wat voor samenleving willen we bouwen?

Woningbouw is niet alleen een technische of financiële opgave, maar ook een kans om te kiezen voor leefbare wijken, sociale samenhang, biodiversiteit en klimaatbestendigheid. Iedere wijk die nu niet wordt gebouwd, is een gemiste kans op een thuis voor gezinnen, op buurten waar mensen elkaar kennen en een toekomst voor jongeren. Als we blijven hangen in politieke stilstand, betalen we daar een prijs voor in de vorm van eenzaamheid, kansenongelijkheid en een steeds grotere kloof tussen droom en werkelijkheid.



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Stabiliteit als stille motor

Stabiel en voorspelbaar beleid is onmisbaar. 'Saaiheid' in de politiek vormt de stille motor achter duurzame gebiedsontwikkeling. Het geeft ontwikkelaars, beleggers en gemeenten de zekerheid die nodig is voor langetermijninvesteringen in inclusieve en toekomstbestendige woonomgevingen. Rust in Den Haag creëert dynamiek daarbuiten. Stabiliteit betekent immers geen stilstand, maar een duidelijke koers met ruimte om te verbeteren waar nodig.

De verkiezingen zijn inmiddels een paar weken achter de rug. Beloftes over veel meer woningen klonken in alle campagnes, maar nu de formatie begint en de politieke

kaarten opnieuw worden geschud, is het risico groot dat de uitvoering opnieuw vertraagt. Dit is echter niet het moment om het wiel opnieuw uit te vinden of te verzanden in eindeloze formatiediscussies. Wat nu nodig is, is lef om te kiezen voor wat écht werkt: een stimulerend investeringsklimaat, het schrappen van regels die woningbouw in de weg staan en het dichterbij brengen van praktische oplossingen. Overheid, markt en samenleving moeten samenwerken aan wat belangrijk en noodzakelijk is: haalbare en betaalbare wijken en steden waarin leefbaarheid, duurzaamheid, betaalbaarheid en verbondenheid centraal staan.

De prijs van stilstand

Laat daarbij de woningbouwopgave vooral ook een verhaal van vooruitgang en verbinding zijn. Zo bouwen we niet alleen aan woningen, maar ook aan buurten en steden waar mensen zich thuis voelen en waar de samenleving sterker van wordt.

Naast de schade die ontstaat wanneer een project vertraging oploopt, is de grootste schade misschien wel dat we de samenhang verliezen: tussen beleid en uitvoering, tussen stenen en mensen, tussen bouwen en beheren. Dáár ligt het echte risico: dat we het grotere verhaal uit het oog verliezen.

Stabiliteit als basis voor snelheid

Rustig, betrouwbaar beleid is geen rem op ambitie of stilstand, maar juist de bodem waarop vertrouwen, kwaliteit en langetermijnimpact kunnen groeien. Met rust in Den Haag komt bouwdynamiek in het land weer in beeld. Door zekerheid te bieden aan iedereen die bouwt, investeert en beheert, leggen we het fundament voor buurten en steden die generatieslang meegaan.

Nederland vraagt om snelheid in de formatie en stabiliteit in de coalitie. De formende partijen hebben nu de kans om die daadkracht en rust te bieden. Want voorspelbaarheid in Den Haag betekent dynamiek in het land om te bouwen aan de toekomst. ■



Puzzelen met economie en geopolitiek

Als je je bestaansrecht slechts ontleent aan het slijten van producten, verlies je je klant uit het oog. Financial Investigator sprak met Wouter Sturkenboom, CIO bij Providence Capital.

Door Lies van Rijssen Fotografie Kees Rijken

‘Mijn besluit om beleggingsstrateeg te worden was het antwoord op een vraag waar ik aan het eind van mijn studietijd tegenaan was gelopen. Ik had in Maastricht Economie gestudeerd en in Washington DC International Studies, een vorm van politieke wetenschappen. Ik was op zoek naar een werkomgeving waar ik die twee kon combineren en dacht aanvankelijk aan een grote organisatie zoals de World Bank of het IMF, die allebei in Washington zetelden. Maar om daar te kunnen werken zou ik een uitvoerig politiek proces moeten doorlopen en zou ik bij een heel ander werkprofiel uitkomen dan ik zocht.

Een headhunter deed me het idee aan de hand dat het vak van beleggingsstrateeg mij goed zou kunnen passen. In die functie zou ik kunnen denken in beleggingsoplossingen vanuit het perspectief van wat ik in de wereld zag gebeuren en de reflectie daarvan op de financiële markten. Ik kwam terecht bij Kempen. Onder het mentorschap van Lars Dijkstra, die heel vormend voor mijn carrière is geweest, heb ik me bij die organisatie het vak van beleggingsstrateeg eigen mogen maken en vond ik de puzzels die ik zo graag oplos. Toen en nu nog steeds.

Een van de belangrijkste ontwikkelingen in het segment waar ik mijn werk heb gevonden, is de opkomst van passief beleggen, in samenhang met de opkomst van de ETF. Deze ontwikkeling heeft beleggen voor heel veel mensen toegankelijker gemaakt en ook kostenefficiënter.

Een andere zeer belangrijke ontwikkeling vind ik de digitalisering en globalisering van beleggen. Ik heb het dan enerzijds over de zeer brede verspreiding en beschikbaarheid van beleggingsinformatie. Ook deze

ontwikkeling heeft ervoor gezorgd dat de toegankelijkheid van de markten voor mensen is toegenomen en dat zij heel anders zijn gaan beleggen dan voorheen. Anderzijds heb ik het over hoe beleggers hun beleggingen tegenwoordig managen vanuit huis en de ontwikkeling van hun beleggingen bijna realtime volgen. De wereld is hun speelveld geworden.

Een derde grote ontwikkeling die zich voltrekt, is de toename en de toegankelijkheid van nieuwe beleggingscategorieën, en dan vooral in private markets. Dat terrein was vroeger voorbehouden aan een select groepje institutionele beleggers die het veld konden overzien. Nu vindt er een soort democratiseringsproces plaats dat steeds meer asset classes openstelt voor iedereen. En er worden nog altijd nieuwe beleggingscategorieën toegevoegd. Het proces van diversificatie en innovatie gaat door. Ik zie dat als positief, maar het brengt ook risico's met zich mee: het vereist van beleggers dat zij zich goed inlezen en goed nadenken over beleggingskeuzes. Maar niet iedereen doet dat.

Voor de toekomst denk ik dat we, gezien de enorme hoeveelheid data in onze industrie, nog grote implicaties kunnen verwachten van AI en van tokenization. Dat zijn twee aparte bewegingen, maar beide kunnen transformerend werken. De rol van AI als research- en analysetool is nu al groot en komt zeker nog in een stroomversnelling. Tokenization staat voor het proces waarin beleggingscategorieën via een token op een blockchain worden gezet. Deze ontwikkeling komt nog maar net van de grond, maar ik verwacht dat de trend gaat doorzetten gezien de voordelen die eraan zitten: je kunt makkelijker handelen en er is sprake van instant settlement.

>

‘Ik ben ervan overtuigd dat we ons in goede tijden moeten voorbereiden op slechte. Je moet er niet mee wachten tot die aanbreekt.’

Daardoor is direct duidelijk wie de eigenaar is van stukken waarin gehandeld wordt. Er is dus geen wachttijd meer en als handelaar ben je niet meer per se gehouden aan de openingstijden van de beurs omdat de blockchain permanent beschikbaar is.

Service, maatwerk leveren en beleggingsinhoudelijk waarde toevoegen tegen kosten die aantrekkelijk zijn voor de klant. Dat zijn momenteel de grote thema's in mijn werk. Ik ben bij mijn overstap van Northern Trust naar Providence van de institutionele beleggingssector naar de private wealth/family office-wereld overgestapt en heb mezelf toen de vraag gesteld waar ons bestaansrecht zit. Oftewel, waar ik voor onze klanten waarde kan toevoegen in de zoektocht naar oplossingen voor hun vraagstukken. Mijn antwoord is dat dit kan door uitmuntende, op de situatie van de klant toegesneden service te leveren.

Onze klanten hebben behoefte aan een eigen contactpersoon en aan beleggingsoplossingen die inspelen op wat er in hun specifieke situatie speelt. Niet met modelportefeuilles, maar met maatwerk dus. Daarbij moeten we waar opportuun de klant ook toegang bieden tot uitmuntende portefeuillemanagers. Die selectie kunnen onze klanten niet zelf maken. Daar hebben ze onvoldoende overzicht voor. Het aantal aanbieders is gigantisch, er gelden verschillende belastingregimes, en de kosten lopen ver uiteen. The devil is truly in the detail.

Overigens, door onze relatieve schaal ten opzichte van de grootbanken kunnen wij voor onze klanten nog beleggingscategorieën toevoegen die voor grootbanken te klein zijn om zich in te bewegen. Ook daarin hebben wij een toegevoegde waarde.

‘Onze klanten hebben behoefte aan een eigen contactpersoon en aan beleggingsoplossingen die inspelen op wat er in hun specifieke situatie speelt.’

Natuurlijk zou ik het toejuichen als we erin zouden slagen om meer vrouwen te enthousiasmeren voor het

beleggingsvak. Ik zou graag zien dat de mensen in ons kleine bedrijf, en in bredere zin in de financiële industrie, een mooie afspiegeling van de samenleving zouden zijn. Dat is nu nog niet zo. Ik ben daarom steeds op zoek naar ‘diversiteit in opinies’. Voordat we hier besluiten nemen, halen we eerst een zo breed mogelijk palet aan meningen naar binnen. Die opinies halen we intern en extern op. Dat doen we om onszelf te challengen, ideeën op te doen en over voldoende informatie te beschikken om onze besluiten op te baseren.

Meer dan destijds aan de institutionele kant ervaar ik dat we goed bezig zijn als we als organisatie en als individu in kaart blijven brengen waar onze klanten echt behoefte aan hebben en hoe wij kunnen helpen daarin te voorzien. Dat vind ik een belangrijk inzicht en een hele andere insteek dan uitgaan van een product waarvan je beziet hoe je dat aan de man kunt brengen. Institutionele klanten zoals pensioenfondsen weten meestal heel goed wat ze willen. Wij moeten vaak eerst diepgaand met de klant in gesprek om duidelijk te krijgen wat zijn behoefte is, waar uitdagingen en kansen voor hem zitten, en hoe het met zijn risicobereidheid zit. Het boeit me zeer om dat gezamenlijk met de klant uit te zoeken.

Mijn gelukkige start bij Kempen, waar ik met een breed scala aan klanten te maken kreeg, en mijn buitenlandervaring in Londen en New York, waar ik veel over cultuurverschillen leerde, hebben mij waarschijnlijk het meest gevormd. Ze waren in elk geval cruciaal voor het verloop van mijn

CV

Wouter Sturkenboom

Wouter Sturkenboom is econoom en sinds begin 2025 CIO van multi-family office Providence Capital NV. Sturkenboom startte zijn loopbaan in 2006 bij Kempen & Co. Eind 2012 stapte hij over naar Russel Investments, waar hij tot medio 2018 als Beleggingsstrateeg werkte in Londen en New York. Van 2018 tot eind 2024 was Sturkenboom Chief Investment Strategist EMEA & APAC bij Northern Trust.



loopbaan als beleggingsstrateeg en voor mijn ontwikkeling als mens.

Het waren ook de grootste uitdagingen waarvoor ik heb gestaan. Ik heb ervan geleerd hoe ik als persoon in elkaar zit, hoe ik mijn vak uitoefen, hoe ik van nature communiceer, en wat de impact daarvan op anderen is. Dat heeft geleid tot een bewustwordingsproces waarbij ik ging zien dat mijn directheid en neiging om meteen de inhoud en de analyse op te zoeken niet binnen elke context het meest effectief zijn om mijn boodschap over te brengen.

De uitdagingen aan te gaan en deze als een leerproces te zien heeft mij geholpen mijn effectiviteit te vergroten. Ik ben me ook gaan realiseren dat de grote aandacht die wij in Nederland – zeker bij Kempen was dat het geval – geven aan de ontwikkeling van persoonlijke effectiviteit en de samenwerking binnen teams, uitzonderlijk is. In New York of Londen is daar nauwelijks ruimte voor. In Nederland krijgen en nemen we de ruimte om met elkaar een sociaal proces door te maken. Een substantieel deel van onze kantoren is ingeruimd om bij elkaar te komen voor een gezamenlijke lunch. In Londen en New York haalde je je lunch buiten de deur en at die op achter je bureau. Zulke cultuurverschillen zijn veelbetekenend voor de omgang met elkaar.

Puzzels inspireren en intrigeren me. Losse elementen die door elkaar heen bewegen en die ik tot een coherent beeld mag proberen terug te brengen. In mijn vak ben ik in feite continu bezig met puzzels. De markten bewegen, maar de vraag is wát beweegt ze op welk moment. Wat is nieuw, hoe werkt de economie, hoe werkt monetair beleid? Hoe werkt dat alles op elkaar in, hoe komen zaken samen en hoe kan ik wat ik zie bij elkaar brengen in een coherente, goed doortimmerde beleggingsvisie die passend

is voor een klant? Dat vraagt om maatwerk. Op persoonlijk vlak – ik heb twee jonge kinderen –

ben ik natuurlijk ook continu aan het puzzelen. Welke scholing past voor onze kinderen, welke talenten hebben ze, hoe komen die het beste tot hun recht? Ook dat vraagt om maatwerk.

Ik besluit graag met een beurswijsheid. We zien op dit moment veel enthousiasme voor specifieke beleggingscategorieën, met name private markets. Logisch, er zijn op dit gebied veel positieve ontwikkelingen en bij Providence zijn private equity, private credit en private infrastructure al vele jaren een hoeksteen van de beleggingspropositie. Maar er zijn ook vraagtekens. Niemand weet precies wat AI gaat brengen en misschien nog minder waar Trump nog mee gaat komen. Ik ben ervan overtuigd, en geef dat ook aan klanten mee, dat we ons in goede tijden moeten voorbereiden op slechte. Je moet er niet mee wachten tot die aanbreken. Ik wil zeker niet negatief zijn, maar vind het wel belangrijk dat we bezien hoe we ook in moeilijke tijden goed kunnen blijven navigeren.

Diversificatie blijft in elk geval heel belangrijk. Binnen beleggingscategorieën, maar ook ertussen. Mensen zijn namelijk geneigd om als het goed gaat voor eenzijdige beleggingen te kiezen en rendementen te chasen. Dat blijft gevaarlijk en risicovol. Monetair beleid, economische groei, geopolitieke ontwikkelingen, bedrijfswinsten, een handelsoorlog: er zijn zoveel

bronnen van onzekerheid die ineens voor een wending kunnen zorgen. De paniek die dan kan ontstaan, kun je beter vóór zijn door ervoor te kiezen om heel voorzichtig tegen de wind in te zeilen. ■

‘Voordat we hier besluiten nemen, halen we eerst een zo breed mogelijk palet aan meningen naar binnen. Die opinies halen we intern en extern op.’

ETF-markt blijft groeien, ook in Europa

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



In de Verenigde Staten, waar het ETF-instrument zeer toegankelijk is, zijn aanzienlijk meer particuliere beleggers in ETFs dan institutionele, terwijl het in Europa precies andersom is. De EU kan daar verandering in brengen door een deel van de wrijving en fragmentatie in bijna alle gebieden van de ETF-markt te verminderen.

Hoe verschilt de Europese markt van de Amerikaanse markt?

Sanela Kevric: 'In Europa zijn meerdere markten, toezichthouders en beurzen. In de Verenigde Staten is er maar één toezichthouder en één beurs, wat de handel aanzienlijk gemakkelijker maakt. De regelgeving is eveneens een belangrijk verschil tussen de twee markten. De vraag naar ETFs in de Verenigde Staten is zo enorm vanwege de met het ETF-instrument verbonden belastingvoordelen.'

Jolien Brouwer: 'In de Verenigde Staten zijn ETFs niet gebonden aan UCITS-regels. Daardoor is de creativiteit in Amerikaanse ETFs veel groter. Er zijn bijvoorbeeld long en short ETFs, of ETFs met één aandeel. Het is een geweldige markt om inspiratie op te doen en te zien wat wel en niet werkt.'

Simon Hutcheson: 'Dankzij een in 2019 ingevoerde Amerikaanse ETF-marktregel kunnen traditionele actieve beheerders op een veel gestroomlijndere manier de ETF-markt betreden. Door het gunstige regelgevingsklimaat is het aantal ETFs dat in de Verenigde Staten wordt gelanceerd gewoonweg fenomenaal.'

Effi Bialkowski: 'Er zijn in de VS veel commissievrije platforms, wat ertoe bijdraagt dat ETF-beleggen door particulieren daar veel groter is dan in Europa, waar de ontwikkeling van commissievrije platforms zich nog in een pril stadium bevindt.'

Guido Hout: 'In de VS wordt het ESG-

beleid onder de huidige wetgevingsagenda niet gestimuleerd, maar juist teruggedraaid. Beleggen in ESG-ETFs loopt daar terug, terwijl er in Europa twee stromingen in de markt zijn: beleggers die een strikt duurzaamheidsbeleid binnen ETFs eisen en een groep beleggers die in deze strengere ESG-ETFs heeft belegd, maar daar nu van afstapt omdat de tracking error ten opzichte van de benchmark voor hen te groot is om te accepteren.'

Waarom zien we niet meer managers die het 'dual share class model' gebruiken om zowel beursgenoteerde (ETF) als niet-beursgenoteerde klassen van hetzelfde fonds uit te geven? Is dat niet de snelste route naar de markt voor nieuwkomers?

Hutcheson: 'Het gaat ofwel om de vraag hoe we meer ETF-aandelenklassen kunnen creëren om met onze bestaande succesvolle strategieën in beleggingsfondsen de markt te kunnen betreden, ofwel om de vraag hoe we beleggingsfondsen kunnen omzetten in ETFs. Op het eerste gezicht lijkt het een absolute no-brainer, maar achter de schermen zijn er drie belangrijke uitdagingen. Een daarvan is belasting: Ierse ETFs kunnen bijvoorbeeld een aanzienlijk belastingvoordeel hebben. Een ander probleem is de operationele complexiteit. Als je kijkt naar de verschillen tussen beleggingsfondsen en ETFs in het bijzonder, dan zijn ETFs zeer efficiënt. Vanuit operationeel standpunt is het een hele uitdaging om ze in hetzelfde beleggingsinstrument te stoppen. In de derde plaats is er de productstrategie en hoe je denkt over het positioneren van een ETF-aandelenklasse binnen een beleggingsfonds. Als je een succesvolle staat van dienst hebt op het gebied van beleggingsfondsen en je introduceert een ETF-aandelenklasse, wil je dat doorgaans tegen een lagere prijs doen. In wezen bied je dan dezelfde strategie aan tegen twee potentieel zeer verschillende prijzen. De uitdaging is ervoor te zorgen dat je beleggers in de ETF-aandelenklasse en het beleggingsfonds eerlijk behandelt, zodat de kosten door beide beleggers gelijk worden gedragen.'

Voorzitter:

Philippe Roset
Independent Advisor

Deelnemers:

Effi Bialkowski
Van Lanschot Kempen
Jolien Brouwer
Invesco
Guido Hout
Index People
Simon Hutcheson
Goldman Sachs Asset Management
Sanela Kevric
Fidelity International
Paul Linszen
InsingerGilissen
Federico Sguazzini
JP Morgan Asset Management



VOORZITTER

Philippe Roset

Philippe Roset is expert op het gebied van ETFs. Sinds 2016 was hij verantwoordelijk voor de activiteiten van SPDR ETFs in Noord-Europa. Daarvoor werkte hij voor ETF Securities en iShares (BlackRock) in verschillende functies, waaronder op het gebied van Capital Markets en Business Development. Roset is zijn carrière gestart bij de AFM en is CFA Charterholder. Hij heeft Rechten gestudeerd aan de Universiteit Maastricht.



**Effi
Bialkowski**

Effi Bialkowski is Vermogensbeheerder en Beleggingsfondsen-specialist bij Van Lanschot Kempen. Zij verhuisde op 25-jarige leeftijd van Duitsland naar Nederland en begon daar als trainee bij ABN AMRO. In 2000 is ze als Private Banker en later als Vermogensbeheerder voor Staalbankiers gaan werken. Sinds eind december 2016 werkt Bialkowski bij Van Lanschot Kempen.



**Jolien
Brouwer**

Jolien Brouwer is Sales Manager ETFs en Funds bij Invesco en verantwoordelijk voor klantrelaties met banken, vermogensbeheerders en financieel adviseurs in de Benelux. Ze heeft ruim tien jaar ervaring in de financiële sector, onder meer bij VanEck. Met haar ervaring en enthousiasme maakt ze beleggingsoplossingen toegankelijk voor een breed publiek.



**Guido
Hout**

Guido Hout is Institutioneel Vermogensbeheerder bij Index People Vermogensbeheer. In deze functie houdt hij zich bezig met het optimaliseren van portefeuilles voor zowel zakelijke als particuliere klanten. Hout is afgestudeerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam in de richting Finance & Investments en is momenteel CFA-kandidaat.



**Simon
Hutcheson**

Simon Hutcheson begon in 2024 als Head of International ETF Strategy & Development bij Goldman Sachs Asset Management. Daarvoor was hij Head of Product voor de SPDR ETF-activiteiten bij State Street Investment Management voor EMEA en APAC. Eerder werkte hij bij Citi en Deutsche Bank. Hij behaalde in 2006 een graad in Economie aan de University of Southampton. Hij is tevens CFA Charterholder.



**Sanela
Kevric**

Sanela Kevric is Head of Sales Benelux bij Fidelity International en Authorized Manager van FIL Luxembourg S.A. Zij trad in november 2015 in dienst bij Fidelity. Hiervoor werkte Kevric bij Petercam Institutional Asset Management als Country Head Luxembourg en bij Candriam/BIL als Portfoliomanager. Kevric heeft twee Masteropleidingen afgerond in Bedrijfskunde en in Finance en Accounting.



**Paul
Linssen**

Paul Linssen is een ervaren beleggingsprofessional bij InsingerGilissen (onderdeel van Quintet Group). Als Hoofd Fondsenselectie bij Quintet selecteert hij passieve en actieve fondsen voor de beheer- en adviesportefeuilles, zowel voor InsingerGilissen als de andere Quintet-vestigingen. Hij speelt een belangrijke rol in het vormgeven en implementeren van verschillende propozities van de bank en biedt ondersteuning aan private bankers en klanten.



**Federico
Sguazzini**

Federico Sguazzini is Executive Director en strateeg in het Product Strategy EMEA-team van J.P. Morgan Asset Management, en gespecialiseerd in actieve ETFs en Sustainable Investing. Hij ondersteunt de strategische agenda met marktanalyses en geeft het wereldwijde productplatform vorm. Hij begon in 2013 bij JPMorgan en is sinds 2016 lid van het Global Product Strategy and Development-team. Sguazzini heeft een Master in Finance van de Bocconi Universiteit.

‘Door het gunstige regelgevingsklimaat is het aantal ETFs dat in de Verenigde Staten wordt gelanceerd gewoonweg fenomenaal.’

De Verenigde Staten lopen vaak voorop als het gaat om trends op het gebied van ETFs. Wat zijn de belangrijkste punten waar we op moeten letten?

Federico Sguazzini: ‘De Amerikaanse en de Europese ETF-markt verschillen aanzienlijk qua omvang en acceptatie, maar Europa is bezig met een inhaalslag. Het grootste deel van de Europese markt bestaat uit aandelen-ETFs, maar net als in de Verenigde Staten zien we een sterke opkomst van vastrentende ETFs, naast resultaatgerichte producten zoals inkomensgenererende ETFs. Een ander belangrijk punt dat we van Amerika kunnen leren, is dat er een grote behoefte is aan educatie, zodat cliënten goed kunnen begrijpen wat een actieve ETF is en hoe ze deze kunnen inzetten binnen hun portefeuille.’

Hout: ‘Tussen Amerikaanse en Europese fondsaanbieders bestaat een verschil in stemgedrag. Dat komt doordat Europese fondsenhuizen meer ESG-gericht zijn, omdat hun klantenbestand daar behoefte aan heeft. Als wij bijvoorbeeld duurzame fondsen selecteren, kijken we naar het stemgedrag van Amerikaanse en Europese fondsen en zien we verschillen in de mate waarin ze hun ESG-beleid doorvoeren via stemgedrag en engagement.’

Kevric: ‘In de VS zijn ze al veel verder met de acceptatie van ETFs. Dat komt vooral doordat je in de VS je eigen geld moet beheren als het om je pensioen gaat. Het ETF-instrument is daar zeer toegankelijk en democratisch.’

Hutcheson: ‘Over het algemeen is er in de VS minder wrijving en fragmentatie op bijna elk gebied van de markt. Daar zijn aanzienlijk meer particuliere beleggers in ETFs (60% tot 70%) dan institutionele, terwijl het in Europa precies andersom is. Europa kan daar verandering in brengen door een deel van de wrijving en fragmentatie te verminderen.’

Wat is het voordeel van een ETF-structuur voor een actieve fondsbeheerder?

Kevric: ‘Voor ons is het doorgaans gemakkelijker en sneller om met een actieve ETF op de markt te komen dan met een traditioneel fonds. Maar wat het

‘We zien de grootste instroom en het meeste succes bij research-enhanced indexstrategieën die een lagere tracking error bieden ten opzichte van de traditionele indexen.’

proces betreft, gebruiken we processen die sterk lijken op die van ons traditionele fonds. Dat wil zeggen dat het allemaal draait om ons fundamentele onderzoek. Overigens doen we niet aan passief beleggen.’

Brouwer: ‘De ETF is in de eerste plaats gelanceerd om een bepaald type beleggingen te democratiseren voor particuliere beleggers. Dat we nu actieve ETFs lanceren, democratiseert opnieuw wat vroeger alleen beschikbaar was voor institutionele beleggers. Er wordt een markt aangeboden die gewoonlijk geen toegang had tot fundamenteel onderzoek of kwantitatieve benaderingen.’

Hutcheson: ‘De breedte van de distributiemogelijkheden van ETFs is interessant. En ik denk dat de eenvoud, de mogelijkheid om ETFs te vergelijken en tegen elkaar af te zetten, zowel actief als met een index, belangrijk is voor ETF-beleggers. Bij een ETF heb je bijvoorbeeld meestal maar één prijs voor de aandelenklasse. Je kunt verschillende soorten hebben, maar er is maar één prijs voor die aandelenklasse.’

Bialkowski: ‘Een ETF-structuur maakt actief beheer toegankelijker. Wij onderzoeken momenteel, samen met een internationale partner, een actieve ETF-propositie. Het is een kans om onze ervaring in actief fondsbeheer breder te delen.’

Sguazzini: ‘ETFs stellen ons in staat om onze cliënten een bredere keuze te bieden. Daarnaast bieden ETFs toegang tot delen van de markt die met traditionele fondsen moeilijk bereikbaar zijn. Wij zijn een actieve vermogensbeheerder, maar de ETF-structuur opent allerlei nieuwe mogelijkheden en kan veel deuren openen.’



Is de actieve ETF niet eerder een marketinginstrument om minder optimale oplossingen te verkopen aan slecht geïnformeerde beleggers in kerncategorieën?

Brouwer: 'Dit is een verbazingwekkend goed geformuleerde suggestieve vraag waarop niemand mogelijk 'ja' kan antwoorden. Het belangrijkste is dat je als uitgever van fondsen klantvragen moet beantwoorden. Dus, waaraan heeft de klant behoefte? Welk product biedt daarvoor een oplossing? Is dat een actief beheerd fonds, of een passieve benadering? Of is het iets waarbij je niet met een traditionele benchmark kan voorzien in de oplossing? Wij onderscheiden vier categorieën of situaties waarbij een ETF actief moet zijn: de systematic beta plus, de structureel complexe ETF, ETFs met een options overlay, en ETFs met een high conviction 'alpha.'

Hout: 'Uit de beantwoording op de vorige vraag hoor ik dat ETFs voor aanbieders van actieve fondsen een nieuwe, voornamelijk particuliere markt openen, waaronder jongeren. In dat opzicht fungeren actieve ETFs ook als marketinginstrument voor een doelgroep die vaak beperkte beleggingskennis heeft. De vraag is echter of actieve fondsen voor deze groep wel geschikt zijn: de strategieën kunnen complex en lastig te doorgronden zijn en bieden geen garantie op betere prestaties dan passief beleggen. In veel kerncategorieën zijn bovendien passieve indexfondsen beschikbaar die goedkoper zijn, met minder dividendlekkage en daardoor meer rendement voor de belegger op de lange termijn.'

Hutcheson: 'Het is steeds belangrijker geworden om beleggers voor te lichten over de verschillen tussen actieve ETFs. Tot nu toe zag je vooral strategieën met een lagere tracking error, die zich tussen indexfondsen en traditionele beleggingsfondsen bevinden. Ik denk dat dat zal

evolueren naar strategieën met meer 'conviction'. Het zou me niet verbazen als er meer aandacht komt voor de manier waarop we informatie verstrekken, bijvoorbeeld over de excess return-doelstellingen, de tracking error-doelstellingen, enzovoort.'

Hoe verhoudt de concentratie van de portefeuille zich tot die van traditionele ETFs?

Kevric: 'In onze actieve US Research Enhanced ETF, met een tracking error van 2%, zitten 247 aandelen tegen 500 in de S&P benchmark. Als je vervolgens kijkt naar wat wij onze fundamentele Amerikaanse large cap noemen, kom je op 108 namen, wat al behoorlijk geconcentreerd is ten opzichte van de oorspronkelijke index. In de traditionele beleggingsfondsen in de Amerikaanse portefeuille zitten tussen de 50 en 100 aandelen.'

Brouwer: 'Hoe een en ander zich verhoudt, hangt af van wat je probeert te doen. Je hebt ook meer of minder gediversifieerde producten voor zeer passieve, thematische ETFs.'

Sguazzini: 'Het aantal posities in de portefeuille vertelt niet het hele verhaal. We zien de grootste instroom en het meeste succes bij research-enhanced indexstrategieën die een lagere tracking error bieden ten opzichte van de traditionele indexen. Als we kijken naar vastrentende waarden, is de portefeuille vaak geconcentreerder dan de index zelf, maar het kansengebied voor een actieve beheerder is veel breder. De US Aggregate Index vertegenwoordigt slechts 48% van de totale markt, terwijl een actieve beheerder het volledige universum kan benutten. Wij introduceren steeds meer actieve strategieën met een hogere tracking error en zien dat als een evolutie van de markt.'

Bialkowski: 'Je kunt een overmatige exposure naar specifieke risico's vermijden door actief beheer. Dat is een voordeel ten opzichte van traditionele ETFs.'

Hout: 'Wij beheren het concentratierisico in onze passieve fondsen niet door de concentratie binnen de producten die we gebruiken, maar door op een andere

'Er wordt een markt aangeboden die gewoonlijk geen toegang had tot fundamenteel onderzoek of kwantitatieve benaderingen.'

manier te alloceren. Wat we bijvoorbeeld doen in ons gestandaardiseerde assortiment van portefeuilles, is dat we geen All Country World Index-allocatie gebruiken, maar een bbp-allocatie. Dat betekent dat we een hogere allocatie hebben naar Europese en Chinese aandelen dan de ACWI-index en relatief minder naar de Verenigde Staten.'

Loopt de alpha van de actieve strategie risico in de meer transparante ETF-structuur?

Sguazzini: 'Dat was de belangrijkste vraag toen we zeven jaar geleden overwogen deze strategieën te lanceren. Met betrekking tot actieve ETFs hebben we positieve feedback van onze cliënten ontvangen, namelijk dat actieve ETFs dezelfde voordelen moeten bieden die ETFs tot zo'n succesvol instrument hebben gemaakt. Elke keer dat we een nieuw product lanceren, kijken we naar drie fundamentele aspecten: liquiditeit, transparantie en capaciteit. Het idee om dagelijkse posities te publiceren, voelde aanvankelijk wat ongemakkelijk, maar wij geloven dat transparantie erg belangrijk is voor onze cliënten.'

Hutcheson: 'Transparantie is een waardevolle eigenschap van zowel index- als actieve ETFs en het is positief dat hier sprake is van enige vooruitgang. Ik denk dat er wel meer semi-transparante ETFs in Europa zullen komen, omdat daar veel potentieel voor bestaat.'

Brouwer: 'De magie zit hem in de wijze waarop een portfolio wordt samengesteld, en niet alleen voor welke aandelen en welke structuur er wordt gekozen. Ik ben van mening dat het allemaal neerkomt op de vraag wat de reden is dat een ETF actief is.'

Paul Linssen: 'Dat kan. Een ETF-structuur is minder aantrekkelijk voor minder liquide assets. De dagelijkse transparantie geeft meteen inzicht in de positionering, ook als je dat juist niet wilt. Bijvoorbeeld wanneer je als aandelenmanager een minder liquide positie aan het op- of afbouwen bent. Als de manager als gevolg daarvan niet meer of minder van dit soort aandelen in portefeuille neemt, kan dat impact hebben op het alpha-potentieel.'

'ETF-beleggers kunnen eerder detecteren of er sprake is van een stijlverschuiving ten opzichte van de gekozen strategie.'

Wat zijn de belangrijkste voor- en nadelen van het gebruik van een actieve ETF ten opzichte van een traditioneel actief beleggingsfonds, met name voor Europese beleggers?

Bialkowski: 'De kosten van een actieve ETF zijn doorgaans lager dan die van een actief beleggingsfonds. Maar het is wel belangrijk om appels met appels te vergelijken. Veel actieve ETFs richten zich op enhanced indexstrategieën en zijn dus niet volledig actief. Dan is het logisch dat de kosten lager zijn dan bij actieve fondsen. Transparantie kan ook een voordeel zijn, al is dat voor een retail-belegger niet altijd even belangrijk. Nadelen zijn er ook. Zo is de fiscale efficiëntie in Europa beperkter dan in de VS, en hebben veel actieve ETFs nog een beperkt trackrecord.'

Kevric: 'Uit een enquête onder onze institutionele en wholesale-klanten kwam naar voren dat 58% zich richt op de kosten, 27% koopt voor duurzaamheid, en 23% voor liquiditeit. Het gaat dus om een combinatie van factoren, maar uiteindelijk zijn de kosten en het genereren van alpha het belangrijkste.'

Brouwer: 'Bij actieve ETFs moet je zorgvuldiger te werk gaan dan bij traditionele ETFs. Je moet steeds uitzoeken of het past in je portefeuille. Er zijn voordelen: liquiditeit, kosten transparantie, maar er zijn ook nadelen, namelijk dat je er goed op moet letten of de ETF nog steeds doet wat die moet doen binnen het gedefinieerde kader, omdat je er niet van uit kunt gaan dat de actieve ETF net als een traditionele passieve ETF doet wat de benchmark doet.'

Linssen: 'Ik denk dat de actieve ETF de standaardstructuur gaat worden voor de meeste actieve fondsen, uitzonderingen daargelaten voor bijvoorbeeld minder liquide strategieën. Naast voordelen als >

transparantie en lagere kosten maakt de beursnotering het ook makkelijker om via digitale platforms actieve strategieën op te nemen naast de bekende passieve ETFs.'

Wat moeten beleggers nog meer weten over actieve ETFs en waarom zouden ze die in hun portefeuilles moeten opnemen?

Kevric: 'Het is belangrijk dat je een goede opzet hebt voor je ETF-activiteiten en dat je met een groot aantal Authorized Participants, oftewel APs, werkt. Momenteel zie je veel nieuwe spelers, iedereen wil actieve ETFs aanbieden, maar daarvoor is, als gezegd, een goede opzet van cruciaal belang.'

Hutcheson: 'Het aantal actieve ETFs dat wordt gelanceerd, is heel groot. Het is niet zomaar een kwestie van plug and play, je moet echt de dynamiek, de secundaire markten en de betrokken infrastructuur begrijpen.'

Brouwer: 'Er zijn veel verschillende aspecten van een actieve ETF die moeten worden beheerd. Een belegger met een actieve ETF in de portefeuille moet niet denken: oké, nu ben ik er klaar mee. Houd de ETF in de gaten, want er zijn veel extra lagen van checks and balances die moeten worden toegevoegd.'

Bialkowski: 'Ook al is de structuur – zoals een actieve ETF-structuur – belangrijk, het blijft essentieel dat de beleggingsstrategie passend is. Een actieve ETF kan bijvoorbeeld een satellietfunctie rond een kern van passieve strategieën vervullen. Zo ontstaat meer diversificatie in de portefeuille. Daarnaast kan je actieve ETFs goed inzetten voor tactische aanpassingen in de portefeuille.'

Linssen: 'Beleggers zullen altijd goed moeten begrijpen waarin ze beleggen. Dat geldt ook voor een actieve ETF. Uiteindelijk gaat het om het begrip van de onderliggende strategie en de exposure

die je daarmee krijgt. Of dit nu via een traditioneel fonds of via een ETF-structuur wordt verkregen, is van secundair belang.'

Hoe belangrijk zijn ESG-overwegingen bij de ontwikkeling van actieve ETFs?

Kevric: 'Wij integreren duurzaamheids-overwegingen systematisch in alles wat we beheren. Dus ongeacht het type ETF voeren we precies hetzelfde onderzoek uit als bij elk ander financieel instrument. Het is gewoon een onderdeel van het beleggingsproces in ons bedrijf.'

Brouwer: 'De reden waarom we onze eerste actieve ETF hebben gelanceerd, was om ESG te kunnen opnemen in een portefeuille die ten minste de MSCI World kan nabootsen. Voor ons is het belangrijk dat we producten hebben die aansluiten bij ESG-vereisten.'

Bialkowski: 'ESG speelt voor ons een belangrijke rol, dus ook bij de ontwikkeling van actieve ETFs. Ook voor klanten die niet expliciet duurzaam beleggen hanteren we basisfilters, zoals het uitsluiten van controversiële wapens en tabak. Dat zorgt voor een minimale ESG-standaard op ons platform.'

Sguazzini: 'Er zijn grote verschillen tussen de VS en Europa als het gaat om duurzaamheid. Binnen Europa zijn er ook verschillende nuances: Scandinavische landen zijn bijvoorbeeld 'donkergroen', terwijl Zuid-Europese markten iets minder ver zijn. Veel cliënten hebben een soort basisstandaard voor duurzaamheid geformuleerd. Er zijn verschillende markten, maar de mogelijkheid om oplossingen te bieden die geformuleerd en geïntegreerd kunnen worden, of die al duurzaam zijn, is het pad dat wij gekozen hebben.'

Hutcheson: 'Voor ons zijn ESG-overwegingen een basis. Sommige beleggers willen misschien dat hun investeringen in lijn zijn met bepaalde klimaatdoelen. Het is onze verantwoordelijkheid om daar goed over na te denken, in termen van hoe we de portefeuilles implementeren.'

'Ik denk dat de actieve ETF de standaardstructuur gaat worden voor de meeste actieve fondsen.'

Gezien de toenemende vraag van beleggers naar exposure naar conventionele wapens – speciaal in het licht van de huidige geopolitieke omstandigheden – overwegen ETF-aanbieders aanpassingen aan hun SFDR artikel 8-fondsen om deze exposure mogelijk te maken, terwijl uitsluitingen voor controversiële wapens en andere gevoelige sectoren als tabak wél gehandhaafd blijven.

Bialkowski: ‘We zien nu dat ESG-fondsen ook conventionele wapens uitsluiten, hoewel dat voor ons geen vereiste is. Het is voor ons wel belangrijk dat fondsen geen exposure hebben naar controversiële wapens. Onze reguliere klanten mogen beleggen in conventionele wapens en we zien zelfs dat ze steeds vaker inzicht willen in hun exposure op dat vlak. Tegelijkertijd constateren we dat er maar weinig SFDR 8-fondsen zijn die wél in conventionele wapens beleggen.’

Kevric: ‘Wordt er dan wel een drempel toegepast op conventionele wapens?’

Bialkowski: ‘Het is inderdaad belangrijk om een duidelijke definitie te hebben van wat conventioneel of controversieel is.’

Hout: ‘Het SFDR-raamwerk laat in de basis ruimte voor het toelaten van wapens. Daarnaast wordt in de laatste update vermeld dat defensiebedrijven in

‘Een actieve ETF kan een satellietfunctie rond een kern van passieve strategieën vervullen. Zo ontstaat meer diversificatie in de portefeuille.’

bepaalde gevallen kunnen worden opgenomen als een duurzame vorm van investeren vanuit sociaal oogpunt. Dat betekent dat fondsaanbieders hun duurzaamheidsbeleid moeten kunnen aanpassen als klanten behoefte hebben aan defensiebedrijven in hun portefeuilles. En zoals bij de passievere aanpak volgen veel fondsen ook gewoon wat de benchmarkaanbieder doet. Als er voldoende belangstelling in de markt is voor het opnemen van bepaalde soorten conventionele wapens, kan de benchmark worden aangepast.’

Sguazzini: ‘Het klopt dat conventionele wapens niet onder de verplichte uitsluitingen vielen, maar we zien een duidelijke verschuiving in de voorkeuren van cliënten met betrekking tot deze sector. De instroom en zelfs de productlanceringen zijn sinds het begin van het jaar zeer sterk. We blijven in gesprek met cliënten om ervoor te zorgen dat onze uitsluitingskaders up-to-date zijn en bewaken zeer zorgvuldig dat controversiële wapens niet in onze >



portefeuille worden opgenomen.’

Welke relevante trends zijn te voorzien voor het komende jaar voor beleggers die ETFs gebruiken?

Hout: ‘Fondshuizen spelen in op de voorkeuren van beleggers: wanneer de vraag toeneemt naar minder streng gescreende beleggingsproducten – bijvoorbeeld omdat beleggers geen extra tracking error willen of exposure naar defensiebedrijven wensen – zullen fondshuizen daarop inspelen. Wellicht wordt de strengere ESG-richting ingeslagen en dan zullen er meer duurzame producten op de markt komen. Het hangt allemaal af van wat de belegger wenst.’

Sguazzini: ‘We verwachten een sterke groei in actieve ETFs, vooral op het gebied van vastrentende waarden en resultaatgerichte producten die zich richten op inkomen. Meer dan de helft van de nieuwe vastrentende ETFs is actief en ’s werelds grootste ETF is een derivaten-inkomensstrategie. We verwachten dat deze segmenten aanzienlijk zullen groeien.’

Hutcheson: ‘Er zullen veel nieuwe spelers op de actieve ETF-markt komen en we verwachten dat daardoor binnen het actief segment een behoorlijke diversiteit aan strategieën zal ontstaan. Daarbij zal het niet alleen gaan om actieve strategieën met lage tracking errors, die tot nu toe een groot succes lijken te zijn. Er zullen actieve strategieën met meer conviction komen, die waarschijnlijk semi-transparant zijn. Naarmate ETFs misschien wel het favoriete instrument worden, denk ik dat er ook meer diversiteit zal komen op het gebied van derivaten. In het verleden was het inzetten van derivaten voor beleggingsdoeleinden bij ETFs misschien niet zo aanvaardbaar, maar nu lijkt dat te veranderen.’

Brouwer: ‘Het is nu een goed moment om in ETFs te beleggen. Dat blijkt uit een paar asset flows voor de EMEA-regio. In september 2024 bedroegen de EMEA-stromen \$ 147 miljard, en begin oktober van dit jaar was dat \$ 272 miljard. Voor ons ligt de focus op actieve ETFs, vooral omdat die nieuw zijn en er nog veel voorlichting nodig is. De komende twaalf

‘Beleggers zijn doorgaans op zoek naar de juiste balans tussen traditionele fondsen en alle voordelen van ETFs, en dat is precies wat ze in het high conviction-segment zullen vinden.’

maanden blijven we ons vooral richten op de kernallocaties van beta, grondstoffen en dat soort zaken. Het is een spannende tijd om in ETFs te zitten. Er gaat veel gebeuren.’

Kevric: ‘Als je kijkt naar grensoverschrijdende assets, dan zit al 38% van de totale assets in ETFs, wat een enorme groei weergeeft ten opzichte van vijf jaar geleden, toen we op 25% zaten, wat al heel veel was. Als je specifiek kijkt naar de groei van actieve ETFs, kun je spreken van een exponentiële groei ten opzichte van vorig jaar. Wij verwachten dat er meer vraag ontstaat in het high conviction-segment. Beleggers zijn doorgaans op zoek naar de juiste balans tussen traditionele fondsen en alle voordelen van ETFs, en dat is precies wat ze in dat domein zullen vinden.’

Bialkowski: ‘Thematische ETFs waren dit jaar al geliefd en deze trend zal komend jaar vast nog doorzetten. Ook krijgen we steeds meer vragen over crypto-ETFs.’

Kevric: ‘Naar crypto is een grote vraag. Wij hebben twee afzonderlijke bedrijven: het Amerikaanse en het internationale. In de VS waren we een van de eerste beheerders die een Bitcoin-instrument lanceerden. In slechts een paar maanden tijd hebben we een miljard opgehaald.’

Bialkowski: ‘Onze reguliere klanten kunnen bij ons nu nog niet in crypto-ETFs beleggen, maar ik kan me voorstellen dat dit in de toekomst, op verzoek van klanten, wel mogelijk zal worden. Ik ben benieuwd hoe het beleggen in crypto-ETFs zich komend jaar verder ontwikkelt bij Nederlandse banken. Daar zullen we het vast volgend jaar opnieuw over hebben.’ ■

IN HET KORT

Door het gunstige regelgevingsklimaat is het aantal ETFs dat in de VS wordt gelanceerd aanzienlijk. Dat de vraag naar ETFs daar zo enorm is, komt mede door de met het ETF-instrument verbonden belastingvoordelen.

De Amerikaanse en de Europese ETF-markt verschillen nog behoorlijk qua omvang en acceptatie, maar Europa is bezig met een inhaalslag.

De eenvoud van ETFs en de mogelijkheid ze te vergelijken, zowel actief als met een index, is belangrijk voor beleggers.

Er zullen veel nieuwe spelers op de actieve ETF-markt komen, waardoor een behoorlijke diversiteit aan strategieën ontstaat.

Naar verwachting zal de trend naar thematische ETFs doorzetten.



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



Waarom een nieuwe groeifase aanbreekt voor de ETF-markt

ETF's krijgen steeds vaker een plaats in institutionele portefeuilles. De verklaring voor die trend ligt volgens Jolien Brouwer van Invesco in de opkomst van actieve ETF's en de groeiende aandacht voor de mogelijke voordelen van synthetische replicatie.

Door Michiel Pekelharing

Wat gaat er schuil achter de groeiende belangstelling van institutionele beleggers voor synthetische ETF's? En hoe gaat Invesco om met de risico's van een swap- of synthetische replicatie?

'Synthetische replicatie wordt steeds meer omarmd door institutionele partijen. Toen ik in 2022 aan de slag ging bij Invesco, moesten we vaak nog uitleggen hoe deze techniek precies in elkaar steekt. Tegenwoordig staan de voordelen van synthetische replicatie bij partijen duidelijk op het netvlies. Invesco is mede dankzij de overname van Source uitgegroeid tot de toonaangevende speler in dit segment. Source werd in 2009 opgericht door investment bankers die een slimme oplossing zochten voor de problemen met synthetische replicatie die tijdens de financiële crisis naar voren waren gekomen. Zij hebben het zogeheten unfunded swap-model omarmd, dat nog altijd de basis vormt voor ons systeem. Hierbij worden bepaalde assets aangehouden, zoals bijvoorbeeld een mandje wereldwijde aandelen of Amerikaanse staatsobligaties, en wordt een total return swap gesloten

met meerdere tegenpartijen. Inmiddels is dat multi-counterparty-model de marktstandaard.'

Synthetische replicatie wordt vooral veel toegepast bij Amerikaanse aandelenindices. Wat is de verklaring van die populariteit?

'Dat is de invoering van sectie 871(m) van de Amerikaanse Hire Act. Die wet bepaalt dat beleggers in brede indices met een futuresmarkt – zoals de S&P 500, MSCI USA en Nasdaq 100 – dezelfde fiscale voordelen krijgen als beleggers in futures. Met een synthetische structuur krijg je als belegger dus 100% van het indexrendement, zonder dividendbelasting. Voor institutionele beleggers die geen zin hebben in de administratieve rompslomp om die dividendbelasting terug te vorderen, levert dat een structureel voordeel op.'

Een andere trend binnen het ETF-landschap is de opkomst van actieve ETF's. Hoe verschillen die van traditionele, passieve ETF's, welke soorten zijn er te onderscheiden, en wat bieden ze beleggers extra?

'Wij onderscheiden vier categorieën binnen actieve ETF's. Ten eerste de enhanced indexing of beta plus-producten. Dat zijn indexachtige portefeuilles met een actief element, zoals een strenge ESG-screening zonder dat je onder de benchmark presteert. Dat vraagt om actieve keuzes. Daarnaast zijn er de yield-enhancing ETF's, waar bovenop een benchmark een optiestrategie wordt gelegd. Die kan uitzicht bieden op extra inkomen en biedt mogelijk ook een beperkte inperking van neerwaartse bewegingen. Dan heb je de structureel complexere varianten, zoals ETF's die exposure geven naar private markten en CLO's. Daar is actief beheer essentieel vanwege de beperkte liquiditeit van de onderliggende leningen. En als laatste zie je de meer fundamentele, compacte portefeuilles van twintig tot dertig aandelen die volledig via actief onderzoek worden opgebouwd. Die laatste groep bevindt zich nog wat in de experimentele fase. Elk van deze categorieën kan een antwoord vormen op een specifiek beleggingsvraagstuk. In zekere zin krijgen beleggers dus steeds meer slimme oplossingen in de gereedheidskist.'

'Elke categorie binnen actieve ETF's kan een antwoord vormen op een specifiek beleggingsvraagstuk.'

‘De ETF-sector is volwassen geworden. Beleggers zijn kritischer, de technologie is geavanceerder en het productaanbod verfijnder.’

Wat wordt de toekomstige rol van actief beheer in een wereld waarin technologie en data-analyse steeds belangrijker worden?

‘Technologie is cruciaal, maar beleggen blijft mensenwerk. Een optimizer zorgt er bijvoorbeeld voor dat de portefeuille-samenstelling goed in lijn blijft met de benchmark. Je moet wel altijd kritisch blijven op de verbanden die een algoritme legt. Als je een computer maar lang genoeg laat zoeken, komen er patronen bovendrijven die in werkelijkheid niet bestaan. Uiteindelijk moeten er mensen zijn die beslissen welke factoren in een portefeuille komen. De menselijke context – denk aan geopolitieke ontwikkelingen – kan een computer simpelweg nog niet volledig doorzien. Technologie helpt ons enorm bij optimalisatie en efficiëntie, maar de rationele onderbouwing blijft onmisbaar.’

Goud bereikte recent nieuwe recordniveaus. Wat gaat er schuil achter die stijging? En welke rol kan goud nog spelen in een goed gespreide portefeuille?

‘De belangstelling voor goud komt vooral door geopolitieke spanningen en het verlangen van beleggers naar een ‘veilige haven’. Goud kan als bescherming tegen inflatie fungeren. Het kan immers niet worden bijgedrukt. Bovendien kan goud stabiliteit bieden wanneer aandelenmarkten hoge waarderingen hebben bereikt. Het is een universele asset die niet gebonden is aan grenzen of politiek. Zoals we de afgelopen maanden al zagen, betekent dit niet dat de goudprijs alleen maar kan stijgen. De goudmarkt is puur vraag-en-aanbod-gedreven. Wanneer veel partijen herbalanceren omdat de goudpositie te groot is geworden, komt de prijs onder druk te staan. Maar de onderliggende trend blijft sterk. Zeker nu de

rentes dalen, zien we dat beleggers opnieuw naar goud kijken als defensieve component in hun portefeuille.’

Hoe positioneert Invesco zich binnen grondstoffen en goud, gezien de veranderende inflatie- en rentedynamiek?

‘In Europa is het niet mogelijk om met een ETF het koersverloop van één enkele grondstof te tracken. Daarom bieden wij zogeheten Exchange Traded Certificates – kortweg ETC’s genoemd – aan op goud, zilver en platina. Een ETC is juridisch een schuldbewijs met het metaal als onderpand. Professionele beleggers weten dat futures niet altijd de goedkoopste route zijn, zeker niet in periodes met hoge doorrolkosten. Een ETC kan dan efficiënter zijn, omdat je geen contracten hoeft door te rollen. Dat bespaart kosten en operationele complexiteit. Overigens zie je dat beleggers steeds vaker verder kijken dan goud. Zilver wint bijvoorbeeld terrein. Dat edelmetaal heeft niet alleen een monetaire, maar ook een industriële functie: het is onmisbaar in zonnepanelen en de energietransitie. Daardoor is de vraag structureel aan het toenemen. Je zou kunnen zeggen dat zilver de ‘midcap’ onder de grondstoffen is. Het prijsverloop is volatieler dan goud, maar met meer groeipotentie.’

Welke innovaties of regulatoire ontwikkelingen hebben de grootste impact op de ETF-markt? Hoe kunnen beleggers daarop inspelen?

‘In Nederland is de pensioentransitie een gamechanger. Er komt meer ruimte voor individuele portefeuilles binnen collectieve kaders. Daardoor kunnen pensioenfondsen en uitvoerders veel gericht werken met ETF’s. Dat opent de deur voor maatwerkoplossingen en vergroot de rol van ETF’s in institutionele portefeuilles. Daarnaast verwacht ik verdere groei van vastrentende en synthetische ETF’s. Door bijvoorbeeld gebruik te maken van obligatieposities die market makers al hebben, kunnen wij een fixed income-ETF veel efficiënter beheren dan een traditioneel fonds. Dat vertaalt zich naar lagere kosten en meer liquiditeit. Institutionele partijen beginnen dat nu echt te ontdekken. De ETF-sector is volwassen geworden. Beleggers zijn kritischer, de technologie is geavanceerder en het productaanbod verfijnder. Uiteindelijk draait het niet om het volgen van trends, maar om het bepalen of een ETF echt een oplossing biedt voor een specifieke beleggingsuitdaging.’ ■



Jolien Brouwer

Sales Manager Benelux, Invesco

IN HET KORT

Institutionele beleggers omarmen synthetische én actieve ETF’s steeds meer vanwege efficiënte replicatie, fiscale voordelen en maatwerkmogelijkheden.

Synthetische replicatie (onder andere via unfunded swaps) biedt bij Amerikaanse indices 100% indexrendement zonder dividendbelasting.

Actieve ETF’s groeien door enhanced indexing, yieldstrategieën, exposure naar private markten en compacte, fundamentele portefeuilles.

Technologie ondersteunt, maar menselijk oordeel blijft cruciaal.

De pensioentransitie en de vraag naar vastrentende en synthetische ETF’s versnellen verdere marktgroei.

Klimaatbeleid pensioenfondsen in strijd met de Tinbergen-regel

De pensioensector staat voor een van de grootste stelselwijzigingen in haar geschiedenis. Financial Investigator vroeg Sweder van Wijnbergen, econoom, topadviseur, en al jaren een scherp criticus van zowel toezichthouders als politici, wat de uitdagingen zijn van het nieuwe stelsel, en wat hij vindt van de voorliefde van veel pensioenfondsen voor duurzaamheid en passief beleggen.

Door Harry Geels

Wat vindt u van het nieuwe pensioenstelsel? Wat zijn volgens u de belangrijkste aandachtspunten bij de migratie van het oude naar het nieuwe systeem?

‘Het was hoognodig dat we een nieuw systeem kregen. Het oude systeem voldeed niet. Het was weinig transparant: niemand kon eigenlijk goed uitrekenen wat iemands aandeel in de pensioenpot precies was. Er zaten in het oude stelsel feitelijk ‘undefined property rights’ en dat gaf conflicten. Als een deelnemer vond dat hij ergens recht op had, waren er geen goede manieren om het geschil te beslechten. Het systeem was opgezet om nominale uitkeringen te garanderen, maar mensen verwachtten ook inflatiecorrecties die de fondsen niet konden leveren: daar was de premie niet op afgesteld. Over de rekenrente werd constant gediscussieerd en die werd in de loop van de tijd ook aangepast: eerst een vaste rekenrente, toen een marktrente, en toen die te veel door de ECB werd beïnvloed – lees: te laag gehouden – kwam de UFR-methode.

Wouter Koolmees had destijds schoon genoeg van de kritiek op het systeem en heeft terecht de trein richting de inmiddels door de Tweede Kamer aangenomen Wtp in gang gezet. Een systeem omgooien is overigens nooit eenvoudig,

de hele migratie is onderschat. Het oude systeem is inmiddels een ingewikkelde boekhoudkundige draak die door meer dan 90% van de deelnemers niet begrepen wordt. Het nieuwe systeem heeft het voordeel dat iedere deelnemer straks precies weet wat hij heeft: per leeftijdscohort je inleg plus behaald rendement. Dit is zonder meer de minst conflictueuze oplossing. Jongeren kunnen meer risico nemen en er komen waarschijnlijk ook meerdere vormen van beleggen, dus een zekere keuzevrijheid per leeftijdscategorie. Iedereen krijgt beter inzicht in de ontwikkeling van het pensioenvermogen en dat levert naar verwachting ook meer betrokkenheid van de deelnemers op.’

En zal dit op totaalniveau leiden tot een andere manier van beleggen?

‘Ja, deels zelfs vrij radicaal, zou ik zeggen. In het oude systeem hadden pensioenfondsen enorme nominale verplichtingen. Daardoor moesten zij vooral het

renterisico afdekken: een lage rente impliceert immers een hoge waarde van die verplichtingen. Daarom moesten ze onder andere veel langlopende obligaties aanhouden en actief zijn in rentederivaten, vaak in illiquide markten. De overstap naar het nieuwe stelsel, waarin die

‘Pensioenfondsen zijn er om pensioenen te leveren, niet om woningbouwproblemen op te lossen.’

CV

Sweder van Wijnbergen

Sweder van Wijnbergen behaalde in 1980 zijn PhD aan Massachusetts Institute of Technology (MIT) en werkte daarna 12 jaar lang als Econoom bij de Wereldbank. In 1992 werd hij Professor aan de Universiteit van Amsterdam, een functie die hij vervulde tot aan zijn emeritaat, onderbroken door zijn aanstelling als Secretaris-Generaal bij het Ministerie van Economische Zaken tussen 1997 en 2000.



verplichtingen niet langer hoeven te worden afgedekt, kan wel betekenen dat de markt voor Nederlandse staatsleningen tijdelijk ontregeld raakt.'

Pensioenfondsen en verzekeraars zijn steeds groter geworden en de consolidatieslag lijkt nog verder te gaan. Is dat een goede ontwikkeling?

'Die consolidatieslag is onvermijdelijk. Riscodelen wordt eenvoudiger als je dat met meer mensen doet. Daarnaast zijn de administratieve en managementkosten van kleinere aanbieders relatief hoger dan die van grotere. De steeds grotere schaal verlaagt uiteindelijk natuurlijk wél de onderlinge concurrentie. De vraag is echter of concurrentie, vooral in de pensioensector, wel nodig is. Een mooi voorbeeld is Chili, waar ze ooit een DC-systeem hadden geïntroduceerd voor individuen – niet met cohorten zoals in de Wtp – met veel concurrentie tussen de verschillende fondsen. Daardoor gingen fondsen adverteren om klanten te lokken. Een Amerikaanse econoom rekende toen voor dat het Chileense pensioensysteem driemaal zo duur was geworden als de Amerikaanse sociale zekerheid. Wat betreft de financiële markten is het waarschijnlijk goed dat onze pensioenfondsen minder in Nederlands staatspapier en rentederivaten gaan handelen. Soms wordt pensioenfondsen verweten dat ze allemaal op dezelfde manier beleggen en dat dit de fundamentele prijsvinding niet ten goede komt. Maar dat geldt eigenlijk voor alle grote vermogensbeheerders. Er is een soort trek naar het midden, vooral bij de grootste beheerders zoals BlackRock en Vanguard. We zijn steeds meer benchmarkgedreven geworden, want afwijkingen van het gemiddelde betekenen carrièrerisico. Als je op het gemiddelde zit, doet de bestuurder het goed, zo is de gedachte.'

Er is politieke discussie over de vraag of pensioenfondsen meer in eigen land zouden moeten investeren, bijvoorbeeld in woningbouw of in het ondersteunen van Nederlandse bedrijven, terwijl deze beleggers in de afgelopen decennia juist meer wereldwijd zijn gaan spreiden.

'De druk van de lokale politiek is een slechte ontwikkeling. Pensioenfondsen zijn er om pensioenen te leveren, niet om woningbouwproblemen op te lossen, los van de vraag of er überhaupt een financieringsprobleem bestaat in de Nederlandse vastgoedmarkt, wat ik eigenlijk niet geloof, aangezien het meer een regelgevingsprobleem is. Als de Nederlandse overheid vindt dat er meer woningen moeten komen, dan moet zij het aantrekkelijk maken voor investeerders om in de woningmarkt te investeren. Waarom zouden gepensioneerden een claim inleveren voor een probleem dat ontstaat door slecht overheidsbeleid?'

Geldt hetzelfde niet voor duurzaam beleggen?

'Ja, ook dat is omstreden. Ik verwijs naar een stokoud paper van Jan Tinbergen over het 'assignment problem'. Hij stelde dat als we voor tien doelstellingen tien verschillende instrumenten hebben, het heel inefficiënt is om alle tien instrumenten op alle tien de doelstellingen tegelijk te richten. We kunnen, met een schuin oog naar de theorie van de comparatieve kostenvoordelen van David Ricardo, veel efficiënter zijn door voor elk instrument één doelstelling na te streven waarvoor dat instrument relatief het beste werkt. Dat geldt bijvoorbeeld voor centrale banken, die primair het beste inflatie kunnen beheersen. Of voor banken, die het beste in staat zijn de juiste rente te berekenen voor leningen aan bedrijven. En voor >

'Duurzaam beleid van centrale banken en pensioenfondsen is in strijd met de assignment-regel van Tinbergen.'

‘Zelfs als alle pensioenfondsen passief zouden beleggen, zal er geen probleem zijn.’

pensioenfondsen, die met hun grote vermogens en beleggingskennis het beste geëquipeerd zijn om het beste pensioenresultaat te behalen. Als centrale banken, banken en pensioenfondsen de klimaattransitie gaan ondersteunen, wordt het totale beleid diffuus – lees: minder efficiënt en minder effectief. Nevendoelstellingen leiden af. Klimaat is natuurlijk extreem belangrijk, maar dat wil dat nog niet zeggen dat iedereen daar meteen allerlei instrumenten voor moet inzetten. Voor het klimaat is het veel effectiever als de overheid zijn rol als marktmeester invult, zoals we doen met CO₂-beprijzing en het Brusselse ETS-systeem met de verhandelbare emissierechten. Dan werkt het bedrijfsleven vanzelf mee in plaats van tegen. Duurzaam beleid van centrale banken en pensioenfondsen is in strijd met die assignment-regel van Tinbergen.’

Waarom doen die instituten dan mee met het klimaatbeleid?

‘Dat doen ze gelukkig niet allemaal. Vergeet niet dat er oneigenlijke druk op ze wordt uitgeoefend door toezicht-houders, de overheid, supranationale organisaties en activistische groepen, en dat veel bestuurders ook politiek gelieerd zijn. Hoe dan ook, het is niet in het belang van de deelnemers om hierin mee te gaan. Dan hebben we het nog niet eens gehad over de vraag of deelnemers klimaat-beleid eigenlijk zelf wel willen meewegen in hun pensioen. Ik betwijfel of het merendeel van de gepensioneerden dat echt wil. De meesten willen gewoon een goed pensioen.’

Veel pensioenfondsen zijn passief gaan beleggen, mede om kosten te drukken. Is dat een goede ontwikkeling voor de financiële markten? Wordt er nog wel voldoende aan fundamentele prijsvinding gedaan?

‘Passief beleggen is voor de meeste beleggingscategorieën een betere optie dan actief beleggen, zeker voor kleinere fondsen. Er is veel bewijs dat actieve beleggers gemiddeld genomen na kosten geen outperformance leveren. Maar als iedereen passief zou beleggen, hebben we natuurlijk een probleem: dan doet niemand meer aan fundamentele prijsvinding en ontstaat er geen efficiënte kapitaalallocatie in de economie. Maar zover zijn we nog niet. Er zullen altijd genoeg actieve beheerders overblijven, denk aan hedgefondsen die inspelen op tijdelijke prijsinefficiënties. Zelfs als alle pensioenfondsen passief zouden beleggen, zal er geen probleem zijn. In Nederland is de pensioensector relatief groot, maar dat geldt niet voor de rest van de wereld. Er blijven dus genoeg actieve beleggers over. Waar ik me eerder zorgen over zou maken, is de invloed op de

koersvorming van de eerdergenoemde grote vermogensbeheerders. Als

die hun visie wijzigen of hun operatie veranderen, heeft dat waarschijnlijk meer impact op de koersen.’

Onze grote en sterke pensioensector is een uitzondering in Europa. Is onze pensioenpot veilig in de EU? En zo niet, wat kan of moet Nederland doen?

‘We lezen weleens in de media dat de EU een greep zou willen doen in onze pensioenpotten, maar dat is pure onwetendheid of stemmingmakerij. Zowel de EU als de Europese Commissie kunnen niet bij ons pensioengeld. In het oude stelsel hadden we boekhoudkundig nog weleens last van het lagerentebeleid van de ECB, maar dat is straks in het nieuwe stelsel voorbij. Ook aan dat monetaire beleid ligt overigens geen kwade wil van de ECB ten grondslag, al is het volgens mij niet erg effectief geweest.’

U bent inmiddels emeritus hoogleraar en heeft een lange carrière achter de rug. Wat zijn uw ‘lessons learned’?

‘Ik heb het geluk gehad dat ik de financiële wereld van verschillende kanten heb gezien: als econoom bij de Wereldbank, als adviseur voor allerlei landen, bedrijven en instituties, en als hoogleraar. Dat heeft bijzondere lessen opgeleverd. Vaak horen we politici of andere beleids-makers van naam en faam op het eerste gezicht merkwaardige dingen zeggen of opmerkelijk beleid voorstaan. De standaardreactie is meestal om hen dan stupide te noemen. Maar een betere conclusie is dikwijls dat zij beleid moeten formuleren met allerlei restricties die het publiek meestal niet kent, maar die er wel zijn. Zodra je die kent, blijkt het beleid dikwijls een stuk begrijpelijker. Ik heb in de loop van mijn loopbaan meer respect gekregen voor beleids-makers in emerging markets. Maatschappelijke kritiek wordt vaak geleverd met onvolledige kennis van zaken. Dat wil overigens niet zeggen dat er helemaal geen stupide politici en beleidsmakers zijn. Kijk maar eens wat er tegenwoordig allemaal rondloopt in de Nederlandse politiek.’

Welke persoonlijke plannen heeft u nog?

‘Zoals Wim Kok ooit over mij zei: ‘Je bent de ideale adviseur, maar ik zou je nooit manager maken.’ Ik heb inderdaad te weinig belangstelling voor uitvoeringstaken om er goed in te zijn. Ik heb ook geen geduld om in de Tweede Kamer te luisteren naar allerlei uitvoerige amendementen. Ik denk dat ik het meest waardevol ben als externe adviseur en die rol wil ik nog wel een tijd blijven vervullen. Zolang ik het leuk vind natuurlijk.’ ■

Democratie: RIP?

Tijdens de verkiezingsdebatten draaide het voor de traditionele partijen vooral om de vraag: wel of niet regeren met rechts-populistische partijen? Het antwoord bleek duidelijk: nee. Maar ondertussen stemde ruim 30% van de Nederlanders op partijen uit het populistische spectrum. Het begrijpen van die keuze zou het vertrekpunt moeten zijn voor het beleid van alle partijen.

Populisme gedijt als er breeduit onvrede heerst. De belangrijkste bronnen van deze onvrede zijn groeiende ongelijkheid en een overheid die niet voor haar burgers doet wat nodig is. Een gezin met een modaal inkomen en twee kinderen kan, zeker in de grote steden, niet of nauwelijks rondkomen. In 2019 schrok Rutte van het dalende aandeel van de lonen in het Nationaal Inkomen. Die daling was toen al zo'n twintig jaar gaande en is nog steeds niet gestopt. De overheid blijft daarnaast niet in staat om effectief beleid te voeren. Dat komt met name door de enorme toename in wet- en regelgeving in de laatste vijfentwintig jaar. Een duidelijke visie op hoe de problemen waar Nederland en Europa momenteel mee kampen aan te pakken, ontbreekt. Daarnaast is er nog een waslijst aan problemen waar de samenleving mee te maken heeft, zoals woningtekorten, deskundige pers, klimaat, migratie, en zo verder. Fake news op sociale media vormt weliswaar eveneens een probleem, maar is mijns inziens niet de oorzaak voor het opkomende populisme. Tevreden mensen zullen minder gevoelig zijn voor complottheorieën en fake nieuws.

Wat migratie betreft: Nederland is vol en kan de stroom aan asielzoekers niet langer opvangen. Die moet drastisch ingeperkt worden. Daarentegen heeft het vergrijzende Nederland wel arbeidskrachten nodig. Gerichte migratie is voor de Nederlandse economie noodzakelijk. Rechts-populistische partijen hebben alle problemen toegeschreven aan migratie. Een frame waar de traditionele partijen, getuige de verkiezingsdebatten, niet

echt van loskomen. Alle partijen waren het erover eens dat de toeslagenaffaire opgelost moest worden. Acht jaar verder is dat nog steeds niet gebeurd. Aardgasproblemen dito. Hoe komt dit?

De in overheidsgerelateerde organisaties heersende cultuur om geen beslissingen te nemen, maar slechts 'de regels te volgen', speelt hierbij een belangrijke rol. Het loont niet om van de regels af te wijken. Gaat het mis, dan: Kop Eraf! Deze afrekencultuur zorgt voor ontwijkgedrag, wat bepaald niet bijdraagt aan het probleemoplossend vermogen van de overheid.

Het kost te veel tijd om problemen via de normale kanalen in een democratie op te lossen. De kiezers hebben duidelijk gemaakt dat het sneller moet. Minder partijen – lees: een kiesdrempel – zou helpen, maar dat is niet het grootste struikelblok. Snelheid vereist zo nu en dan dat politici beleid moeten voeren dat ingaat tegen de uitspraken van de rechter. Ter illustratie: woningbouw wordt gefrustreerd door eindeloze vergunningen-procedures. Vaak zijn er vertragingen door de stikstofproblematiek of doordat enkelingen gebruik maken van alle bezwaarregels. Gevolg: grote vertragingen in bouwprojecten. Nederland is het enige Europese land dat zichzelf tot stikstofstilstand heeft geregeld.

Om snelheid van veranderingen in dit soort situaties mogelijk te maken, ontkomen we er niet aan om bepaalde regels van de rechtsstaat (lees: uitspraken van de rechter) naast ons neer te leggen. Uiteindelijk moet nieuwe wetgeving dit rechtmatig maken, maar daarop wachten duurt te lang. Niet rechtmatig, maar wel democratisch zolang een gekozen meerderheid dit besluit. Om te voorkomen dat deze veranderingen niet slechts een kleine groep ten goede komen, is het noodzakelijk dat die meerderheid door meerdere partijen wordt gevormd. Niet ideaal, maar een praktisch werkende democratie is nog altijd een beter alternatief dan afglijden naar een autocratie. Dit lijkt al gaande in van oorsprong democratische landen als Turkije, Hongarije en wellicht zelfs de VS. ■



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

Oplossing nodig voor spread target onder Wtp

Veel pensioenfondsen zoeken binnen de Wtp naar efficiënte matchingoplossingen. Door een structurele spreadbehoefte van circa 35bps zijn bouwstenen nodig die een hogere spread, een lage spread duration en een beperkte tracking error bieden.

Door Jan Willem van Stuijvenberg en Marco Granskog

De meeste pensioenfondsen hebben gekozen voor de solidaire premieregeling, waarbij de matchingportefeuille en de returnportefeuille collectief worden belegd en de rendementen worden toebedeeld. In lijn met het lifecycle-principe hangt de exposure naar beide portefeuilles af van de leeftijd. Jongeren hebben een lange horizon en een hoge risicotolerantie, en dus een relatief grote exposure naar de returnportefeuille. Bij ouderen is de horizon korter, de risicotolerantie lager, en ligt de nadruk meer op de matchingportefeuille.

Voor de toedeling van het rendement van de matchingportefeuille hanteren de meeste pensioenfondsen de zogenaamde 'theoretische variant'. Dit betekent dat deelnemers niet het feitelijke matchingrendement krijgen, maar een theoretisch rendement dat berekend wordt aan de hand van de af te dekken kasstromen en DNB's RTS-verdisconteringscurve. Afwijkingen tussen het feitelijke en het theo-

retische rendement worden verrekend met de returnportefeuille. Omdat jongeren vooral exposure hebben naar de returnportefeuille en ouderen vooral naar de matchingportefeuille, is er kans op ongewenste herverdeling. Om dat te voorkomen, proberen fondsen de matchingportefeuille zo in te richten dat de tracking error versus het theoretische rendement laag is en het verwachte rendement voldoende.

Een matchingportefeuille met enkel cash en swaps heeft de laagste tracking error, maar het rendement is ontoereikend. Dit komt doordat de DNB RTS-curve gebaseerd is op euribor swap rates, waardoor er een interbancaire risicopremie in verwerkt zit van ongeveer 15bps. Omdat pensioenfondsen deze risicopremie niet ontvangen met alleen cash en swaps, is deze constructie – ondanks de lage tracking error – geen optie. Het matchingrendement zal immers voortdurend lager zijn dan het theoretische rendement,



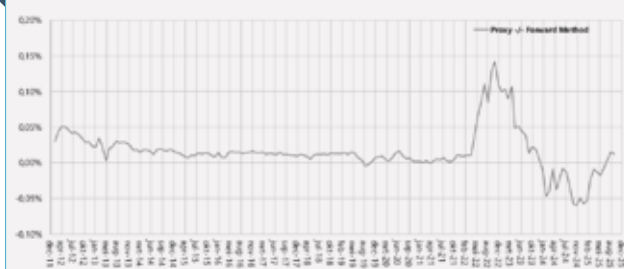
hetgeen tot een structurele herverdeling leidt van jong naar oud. Fondsen ontkomen er daarom niet aan om spreadproducten in te zetten.

Nordic credits vormen hier een verstandige keuze, omdat deze asset class een goede verhouding kent tussen spread en spread duration.¹ De spread geeft het benodigde extra rendement en de spread duration het onvermijdbare additionele risico. Omdat veel fondsen lange treasuries in de matchingportefeuille hebben met een beperkte spread en een hoge spread duration, kan worden betoogd om deze te

vervangen door swaps en Nordic credits, waardoor het verwachte rendement per saldo stijgt, terwijl de tracking error zelfs daalt.

Het blijft in veel gevallen echter niet bij de rendementsbehoefte van 15bps, en dat komt door de manier waarop het theoretische matchingrendement doorgaans wordt berekend. Dat rendement bestaat uit twee componenten: het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' en het 'rendement ten gevolge van curvemutaties'. Dit is een gangbare opdeling van het rendement op fixed income-portefeuilles, die nu

FIGUUR 1: VERSCHIL THEORETISCH RENDEMENT TUSSEN 'PROXY' METHODE EN 'FORWARD' METHODE



Bron: Evli

ook wordt toegepast op de af te dekken kasstromen onder de Wtp.

Het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' is niets anders dan het rendement dat behaald zou worden wanneer enkel de tijd verstrijkt en er verder niets verandert. In dat geval komen de kasstromen een maand dichtbij en muteert de curve naar de forward curve zoals die aan het begin van de maand al was ingeprijsd. Het rendement dat hieruit resulteert, is het 'rendement voor het verstrijken van de tijd'. Wanneer markten niet bewegen en de forwards komen uit, dan is dit het rendement dat men bij aanvang van de maand mag verwachten op de af te dekken kasstromen.

Omdat markten bewegen en forward rentes niet altijd uitkomen, resulteert er uiteindelijk meestal een ander rendement, dat wordt veroorzaakt door de tweede component: 'rendement ten gevolge van curvemutaties'. Dat kan eenvoudig berekend worden door de af te dekken kasstromen te waarderen tegen de daadwerkelijke curve aan het einde van de maand en tegen de forward curve. Het verschil tussen beide geeft direct het 'rendement ten gevolge van curvemutaties'. Wanneer deze attributie accuraat wordt uitgevoerd, dan geldt per definitie dat het totale theoretische rendement gelijk is aan 'rendement voor het verstrijken van de tijd' + 'rendement ten gevolge van curvemutaties'.

Het berekenen van beide rendementscomponenten is onder de Wtp complexer dan onder normale omstandigheden. Dit komt

doordat er met de DNB RTS-curve moet worden gerekend. Omdat die geen marktcurve is, maar een 'regulatory curve', kan je er niet direct een forward curve uit destilleren. De forward DNB RTS-curve moet dan ook als volgt worden berekend: neem de marktcurve aan het begin van de maand, bereken daar de forward curve van en gebruik die forward marktcurve om de forward DNB RTS-curve te berekenen. Zeer voor de hand liggend wanneer je dit zo leest, maar toch iets waar makkelijk aan voorbij wordt gegaan in de praktijk.

Onder de Wtp is het usance om voor het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' 1/12e van de 1-jaars DNB RTS-rente te hanteren. Deze proxy is praktisch, rekent snel en heeft als voordeel dat iedere leeftijds-groep in procenten hetzelfde rendement toucheert voor het verstrijken van de tijd. Intuïtief lijkt dit een handige, realistische benadering, maar helaas heeft deze een bias. Wanneer het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' op deze manier wordt berekend, resulteert er een te hoog theoretisch matchingrendement.

Om dit aan te tonen, hebben wij de huidige DNB RTS-curve gemodelleerd over een periode van 2011 tot heden. Voor iedere maand in deze periode hebben wij het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' en het 'rendement ten gevolge van curvemutaties' berekend, waarbij voor het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' twee varianten werden toegepast: op basis van de 1-jaars DNB RTS-rente en op basis van forwards. Figuur 1 toont over deze

periode het maandelijkse verschil in theoretisch rendement. Bij de 'proxy' methode is voor het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' de 1-jaars DNB RTS gebruikt, terwijl bij de 'forward' methode de hiervoor uitgelegde op forwards gebaseerde methodiek is toegepast.

In vrijwel alle maanden geeft de 'proxy'-methode een hoger theoretisch rendement. Het gemiddelde verschil is 20bps op jaarbasis. Dit lijkt gering, maar samen met de 15bps die er aan spread moet worden verdiend ten gevolge van de interbancaire risicopremie, resulteert er nu een totaal benodigde spread van 35bps. Dit is 40% van de 90bps spread op reguliere investment grade credits, met een typische spread duration van 4.5. Omdat slechts een gedeelte van de matchingportefeuille kan worden belegd in spread-producten, zullen reguliere IG-credits dit 35bps probleem niet kunnen oplossen.

Nordic credits zijn een betere optie, omdat die ongeveer 200bps aan spread geven tegen een geringere spread duration van 2.5, hetgeen een lagere tracking error contributie geeft. Naast Nordic credits kunnen ook andere spreadproducten worden ingezet, zoals ABS, hypotheek en – in beperkte mate – Europees High Yield. Idealiter resulteert zo een matchingportefeuille met een nette verwachte outperformance tegen een acceptabele tracking error, waarbij onnodige herverdeling tussen jong en oud wordt voorkomen. ■

1 Nordic credits als slimme matching-bouwsteen onder de Wtp, Financial Investigator 05-2025



Jan Willem van Stuijvenberg

Investment Consultant en eigenaar, Van Stuijvenberg Financial Services



Marco Granskog

Director International Business Development, Evli Bank Plc

IN HET KORT

Een matchingportefeuille met enkel cash en swaps komt 15bps spread tekort t.g.v. de interbancaire risicopremie.

Door een bias in de standaard berekening van het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' kan dit tekort oplopen tot 35bps.

In veel gevallen zullen in dat geval de reeds aanwezige credits en hypotheek net niet genoeg spread toevoegen en kan een allocatie naar Nordic Credits, ABS en een vleugje HY uitkomst bieden.

Hiermee kan ongewenste, structurele herverdeling worden voorkomen terwijl de matching error in veel gevallen zelfs daalt.

De directe relatie tussen investering en tastbaar resultaat

Pensioenfondsen SPMS bouwt aan een impactportefeuille die moet bijdragen aan de energietransitie. Carlo Splint, Relatiemanager Institutionele Klanten bij BlackRock, gaat in gesprek met Fred Wouters, Senior Investment Manager bij SPMS, over de beslissingen van het pensioenfonds en de dilemma's daarbij. De ervaringen van Wouters zijn mogelijk waardevol voor pensioenfondsen die impactbeleggen overwegen. 'BlackRock gaf ons bij de managersselectie een reality check.'

Door Carlo Splint

'SPMS kiest voor impactbeleggen omdat het tot een tastbaar resultaat leidt, met een directe relatie tussen een investering en de impact die we daarmee hebben', vertelt Senior Investment Manager Fred Wouters. Het pensioenfonds voor medisch specialisten wil 10% van zijn portefeuille wijden aan impactbeleggen.

SPMS richt zich met zijn impactbeleggingen op klimaatverandering en energietransitie. 'Met ons Net Zero Asset Owner Alliance-lidmaatschap hebben we ons gecommitteerd aan de doelstelling om in 2030 in de portefeuille 50% minder CO₂ uit te stoten ten opzichte van eind 2019', licht Wouters toe.

Hoe definieert SPMS impactbeleggen?

'Impactbeleggen moet zowel een meetbaar

maatschappelijk rendement als een financieel rendement hebben. Die twee zijn even belangrijk. We financieren de impactbeleggingen uit onze aandelenportefeuille, dus het rendement moet minimaal gelijkwaardig zijn aan het rendement van aandelen op de lange termijn. Daarnaast moet de impact ook voor de vermogensbeheerder intentioneel en additioneel zijn.'

Hoe heeft SPMS impactbeleggen in zijn rendementsportefeuille geïmplementeerd?

'We willen daadwerkelijk impact hebben op de energietransitie en zijn beducht voor greenwashing. Daarom hebben we voorafgaand aan het selectieproces uitgebreid beschreven wat voor activiteiten en investeringen we zoeken. En hebben we gekeken of er bepaalde beleggingen niet acceptabel zijn vanwege ons commitment aan de Net Zero Asset Owner Alliance. Om die reden zijn bijvoorbeeld investeringen in back-up gascentrales, die bijschakelen als er te weinig zon of wind is, uitgesloten.'

We dragen graag bij aan de energietransitie in de zware industrie, zoals de staal- en cementindustrie. Daar is er echt een uitdaging in het terugdringen van de CO₂-uitstoot. We vinden dat voor de portefeuille een mooie aanvulling op de 'traditionele' sectoren als zonne- en windenergie.

Verder willen we investeren in batterijopslag en in een efficiënter gebruik van energie met slimme applicaties die bepaalde activiteiten uitzetten of uitstellen als de energieprijs hoog is en weer opstarten als de energieprijs laag is. Zo hebben we een breed palet met impactinvesteringen.

We behandelen de impactbeleggingen hetzelfde als onze andere beleggingen en willen voldoende diversificatie. We zijn dus wat betreft activiteiten op zoek naar spreiding over verschillende impactprojecten en over verschillende landen. Verder willen we niet afhankelijk zijn van overheidssubsidie, omdat die grillig kan zijn.'

Welke rol speelde BlackRock in het managersselectieproces?

'BlackRock kon putten uit een grote database met daarin de investment due diligence uit eerdere selectietrajecten die

'Wees heel expliciet over waarin je wel en niet wilt beleggen. Want het spectrum aan mogelijkheden is heel breed.'

zij voor klanten heeft gedaan. Die database was voor ons heel nuttig.

De menselijke factor was voor ons ook van belang. Het managerselectieteam van BlackRock bracht veel ervaring mee, met veel kennis over het trackrecord en de beleggingsstijl van fondsen en hoe vermogensbeheerders zich van elkaar onderscheiden. Ze konden duidelijk de voor- en nadelen aangeven. BlackRock wees ons op interessante verschillen tussen fondsbeheerders.

Wij gaven onze criteria aan en BlackRock kon heel nauwkeurig vertellen welke manager daar grotendeels wel, deels of niet aan voldoet. Daardoor kregen we een beter beeld van welke manager goed, minder of niet bij ons past.'

Stuitte SPMS op uitdagingen of dilemma's in het managerselectieproces?

'Ja, met name bij ons idee om substantieel in opkomende landen te beleggen. Aangezien de energietransitie in deze landen minder ver gevorderd is, dachten we daar de grootste impact te kunnen hebben. Dat bespraken we met BlackRock, en zij wees ons erop dat we niet voldoende werden beloond voor het extra risico van beleggen in opkomende markten. Dit vormde voor ons een goede reality check. Vanuit onze risico-rendementsafweging besloten we toen om geen expliciet allocatietarget voor opkomende landen op te nemen.'

Hoe meet SPMS de impact van zijn beleggingen?

'We hadden van tevoren bedacht dat we willen weten hoeveel CO₂-uitstoot we met onze impactbelegging voorkomen en hoeveel gigawatt duurzame energie we opwekken. We hebben bij de managers op de shortlist gevraagd wat ze nu al kunnen rapporteren en of ze kunnen voldoen aan onze wensen.

Gaandeweg werd duidelijk dat de mogelijke issues rondom impactrapportage zich met name toespitsten op de granulariteit van de beleggingen. Wij hebben een voorkeur om zo granulair mogelijk te meten, dus op het niveau van elk individueel impactproject, en dan vervolgens geaggregeerd naar een hoger niveau per soort activiteit, land en sector.'

Na afstemming over en weer met de managers zijn we uiteindelijk tot een bevredigend resultaat gekomen.'

Waar wil SPMS over vijf jaar staan met impactbeleggen?

'Er zijn drie voorwaarden die bepalen of we over vijf jaar kunnen zeggen of impactbeleggen voor SPMS geslaagd is. Als we het toegezegde kapitaal aan het werk hebben gezet en het volledig is belegd. Als we zien dat het meerjarig rendement van onze impactbeleggingen gelijk is aan of hoger is dan het rendement van beursgenoteerde aandelen. En als de impactrapportages aangeven dat we onze doelen voor het opwekken van duurzame energie en het terugdringen van CO₂-uitstoot hebben gehaald.'

Welk advies heb je voor andere pensioenfondsen die willen impactbeleggen?

'Wees heel expliciet over waarin je wel en niet wilt beleggen. Want het spectrum aan mogelijkheden is heel breed. Kijk dus bij welke impactactiviteiten en -technologieën je je comfortabel voelt. En schakel een professionele partij in die helpt bij het selecteren van managers en jou als fonds kritische, maar noodzakelijke vragen stelt.' ■

Meer adviezen van Fred Wouters voor andere pensioenfondsen

Lees meer over de ervaringen van SPMS met impactbeleggen op de website van BlackRock. Fred Wouters gaat in de lange versie van dit interview uitgebreider in op overwegingen, dilemma's en keuzes.



Disclaimer

Risicowaarschuwingen
Beleggingsrisico. De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers hun oorspronkelijke inleg niet terugontvangen.
Dit is een marketinguiting.
Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de AFM en de MiFID-richtlijn). Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen.
Uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, tel: 020 – 549 5200 / +31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen.
© 2025 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden.
MKTGH1125E/S-4973423



Carlo Splint

Director in het institutionele klantenteam, BlackRock Nederland



Fred Wouters

Senior Investment Manager, SPMS

IN HET KORT

SPMS wil 10% van de portefeuille inzetten voor impactbeleggen gericht op de energietransitie en CO₂-reductie.

Impact moet financieel én maatschappelijk meetbaar zijn. Het rendement moet gelijkwaardig zijn aan aandelen.

Strikte selectiecriteria zijn nodig om greenwashing te vermijden: focus op zware industrie, opslag, efficiëntie.

BlackRock leverde de due diligence, ervaring en een 'reality check' (onder andere over opkomende markten).

Impactmeting moet zo granulair mogelijk.

Over Pensioenfondsen SPMS

Pensioenfondsen SPMS verzorgt de pensioenregeling voor vrijgevestigde medisch specialisten in Nederland. Het fonds beheert ruim € 12 miljard en zet zich in om duurzaamheid en maatschappelijke impact te vertalen naar concreet en verantwoord beleggingsbeleid.

10 jaar SDG's: balanceren tussen impact, risico en rendement

Door Daphne Frik Fotografie Cor Salverius Fotografie



Tien jaar na de lancering van de Sustainable Development Goals kunnen we de eerste balans opmaken. Hoe effectief zijn de doelen geweest in het stimuleren van duurzame ontwikkeling en verantwoord beleggen? En welke rol hebben zij gespeeld in de wijze waarop institutionele beleggers hun beleid en processen inrichten om maatschappelijke impact te verbinden met financieel rendement?

In hoeverre hebben de SDG's beleggers geholpen duurzaamheid te definiëren en hun investeringen hierop af te stemmen? Hebben ze de groei van duurzaam belegd vermogen gestimuleerd?

Paul Ruijs: 'Wij hebben de SDG's zeker omarmd als een blauwdruk voor duurzaam investeren. De doelen maken duurzame ontwikkeling heel specifiek dankzij de vele targets en indicatoren, waardoor we de activiteiten van bedrijven kunnen linken aan deze doelen. Het is een universele blauwdruk waar alle landen zich achter hebben geschaard. Voorafgaand aan de SDG's had iedereen zijn eigen definitie van duurzaamheid. Dit framework voorkomt cherry-picking en dwingt tot een integrale benadering. We hebben een enorme toename gezien van SDG-beleggingen, inmiddels zo'n 45 miljard euro, ongeveer 25% van ons beheerd vermogen. Maar de markt zit nu in een moeilijker fase van de hype-cycle met minder momentum en meer aandacht voor performance. Een gebalanceerde aanpak van impact, risico en rendement kan daarbij helpen.'

Rob van Tulder: 'De overgang van de Millennium Development Goals naar de SDG's is cruciaal geweest: van een overheidsgedreven agenda naar één waarin de private sector expliciet werd betrokken. De dashboard-benadering is waanzinnig belangrijk. We hebben de hype gehad, nu begint het echte werk: implementatie. Wereldwijd is er nog steeds enorm veel energie rond deze

agenda. De SDG's zijn en blijven leidend.'

Sven van den Beld: 'Vanuit toezicht zien wij ook dat de SDG's een gemeenschappelijk kader hebben gecreëerd dat veel pensioenfondsen helpt om duurzaamheid structureel in hun beleid te verankeren. De uitdaging zit nu in de implementatie: niet alleen beleid op papier, maar ook aantoonbare sturing op materiële impact en risicobeheersing. Dat vraagt om duidelijke indicatoren en transparantie.'

Raquel Criado Larrea: 'Tegelijkertijd moeten we kritisch naar onszelf blijven kijken: ik ervaar dat de SDG's vaak vooral aangeven waarom we iets moeten doen, en minder hoe we het moeten doen. Het raamwerk helpt ons systemische risico's te begrijpen, maar de vertaling naar concrete beleggingen en indicatoren blijft uitdagend. We refereren er vaak aan, maar het blijft lastig te kwantificeren hoeveel kapitaal er nu echt dankzij de SDG's wordt belegd.'

Dirk Schoenmaker: 'Ik denk dat er twee dingen nodig zijn. De kracht van de SDG's is hun holistische karakter: ze gaan greenwashing en shoppen tegen. Maar er schuilt ook een gevaar: veel indicatoren zijn sociaal of economisch, waardoor milieufactoren ondergesneeuwd raken. We moeten de S en de E apart wegen, en allebei evenveel gewicht geven. Anders lijken we vooruit te gaan, terwijl het milieu verslechtert.'

Van Tulder: 'Daarom is die dashboard-aanpak zo belangrijk. Iedereen maakt er een index van, een soort ongewogen gemiddelde, en daár zit het probleem. We moeten leren wegen en contextualiseren. De agenda is niet irrelevant geworden, integendeel: juist nu moeten we haar verdiepen.'

Hoe hebben de SDG's investeerders geholpen bij het vinden van een balans tussen risico, rendement en duurzaamheid?

Ruijs: 'De SDG's bieden een lens om een impactdimensie te integreren in het beleggingsproces. Dit maakt het mogelijk om risico, rendement en impact in samenhang te bekijken. Die 3D-aanpak van impact, risk en return is nodig om echt schaal te bereiken en daarmee een betekenisvolle bijdrage te leveren richting 2030.'

Voorzitter:

Piet Klop
PGGM

Deelnemers:

Sven van den Beld
DNB
Raquel Criado Larrea
a.s.r. vermogensbeheer
Claudia Kruse
APG Asset Management
Anna Pot
Rijksoverheid
Paul Ruijs
Robeco
Dirk Schoenmaker
Erasmus Universiteit
Rob van Tulder
Rotterdam School of Management



VOORZITTER

Piet Klop

Piet Klop is Director Strategic Relations bij de research-afdeling van PGGM. Eerder leidde hij het Responsible Investment-team, waar hij een sleutelrol speelde in het mainstreamen van impact investing en duurzaamheid binnen de Nederlandse financiële sector. Met een achtergrond in waterbeheer en milieueconomie legt hij de nadruk op mensen en partnerschappen om duurzame verandering te stimuleren. Zijn motto: 'Putting the fun back into fund management'.



Sven
van den Beld

Sven van den Beld heeft 16 jaar ervaring in financieel toezicht en is afdelingshoofd Onsite Toezicht bij DNB. Sinds 2012 vervult hij diverse toezichtfuncties bij DNB, waaronder toezicht op pensioenfondsen, verzekeraars en banken en de integratie van ESG in het toezichtsraamwerk. Eerder werkte hij bij De Volksbank en Pensioenfondsen SNS Reaal, en was hij meerdere keren gedetacheerd bij de ECB voor de EU-brede stresstest.



Raquel
Criado Larrea

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



Claudia
Kruse

Claudia Kruse is Chief Sustainability & Strategy Officer bij APG Asset Management. Zij is sinds 2000 actief in verantwoord beleggen en werkt sinds 2009 bij APG Asset Management. Tussen 2020 en 2025 zat zij het SDI AOP voor, een samenwerkingsverband om een datagedreven, wereldwijde standaard voor SDG-beleggen te definiëren. Daarnaast is Kruse bestuurslid bij The Institutional Investors Group on Climate Change.



Anna
Pot

Anna Pot is sinds 2024 Nationaal Coördinator Duurzame Ontwikkelingsdoelen. In deze functie stimuleert zij de uitvoering van de SDG-agenda binnen en door Nederland. Daarvoor werkte zij 16 jaar bij APG Asset Management, onder meer als Head of Responsible Investment Capital Markets & Communications en Head of Responsible Investments Americas. Eerder was zij werkzaam bij Amnesty International en ING Investment Management.



Paul
Ruijs

Paul Ruijs is als Impact Specialist verantwoordelijk voor het ontwikkelen van Robeco's impactraamwerken en het faciliteren van de integratie van een impact-lens in diverse beleggingsstrategieën. Voor hij begon bij Robeco, heeft hij gewerkt bij een opstartend impactfonds en bij de Verenigde Naties. Ruijs behaalde zijn Master in Global Business and Sustainability aan de Rotterdam School of Management.



Dirk
Schoenmaker

Dirk Schoenmaker is hoogleraar Finance aan de Erasmus Universiteit, en Academic Director van het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation. Hij is tevens voorzitter van het Sustainable Finance Lab en bestuurslid bij PFZW. Daarvoor werkte hij bij het Ministerie van Financiën. Hij is co-auteur van twee leerboeken over duurzame financiering.



Rob
van Tulder

Rob van Tulder is emeritus hoogleraar International Business-Society Management aan de RSM, Erasmus Universiteit Rotterdam en academisch directeur van het Partnerships Resource Centre. Hij is fellow van AIB en EIBA en verkozen lid van Academia Europaea. Hij adviseert internationale organisaties, overheden, multinationale ondernemingen en internationale NGO's over kwesties op het gebied van duurzaamheid en strategie.

'Kijk breder – in blended finance, coöperaties, familiebedrijven, publieke en sociale investeringen – dan kun je voor elk doel een vorm van financiering vinden.'

Claudia Kruse: ‘Beleggers hebben consistente en betrouwbare informatie nodig. Daarom hebben wij samen met PGGM, BCI en AustralianSuper het SDI Asset Owner Platform opgezet om een datagedreven, wereldwijde standaard voor SDG-beleggen vast te stellen. Die is nu net overgenomen door NetPurpose. Deze SDG-informatie, door beleggers en voor beleggers, stelt beleggers in staat bewuster te kiezen: welke beleggingen dragen daadwerkelijk bij en welke niet? Zo komt die afweging tussen risico, rendement en duurzaamheid vanzelf in het beleggingsproces terecht.’

Van den Beld: ‘Voor ons is die balans essentieel. Risico en rendement zijn goed kwantificeerbaar, impact veel minder. Daarom vragen wij instellingen om helder te zijn over aannames en methodologieën. Daarnaast is het belangrijk om onderscheid te maken tussen dubbele materialiteit: enerzijds het beheersen van externe risico’s, anderzijds het realiseren van daadwerkelijke impact. Dat zijn twee verschillende perspectieven die beide aandacht verdienen.’

Anna Pot: ‘Maar misschien moeten we even een stapje terug doen. De vraag was of deze 3D-aanpak de belegger heeft geholpen. Maar het feit dat we überhaupt over 3D-beleggen praten, in een wereld die gepolariseerd en onrustig is, zegt veel. De SDG’s vormen nog steeds onze North Star: een gezamenlijk kompas dat we met alle VN-lidstaten hebben vastgesteld, hoe verschillend we ook zijn. Het is onze actie-agenda. Dankzij die afspraken kunnen pensioenfondsbestuurders zeggen: we beleggen voor een duurzame wereld, want anders hebben we geen toekomst. Vanuit mijn huidige rol zie ik dat elke lidstaat daar verantwoording over aflegt, hoe moeizaam soms ook. Dat is uniek: het houdt ons op koers, ondanks alle geopolitieke spanningen. De SDG’s bieden richting en taal voor samenwerking tussen overheden, beleggers en bedrijven. Ze maken duidelijk waarom we dit doen. En misschien nog belangrijker: de agenda heeft ongelooflijk veel creativiteit losgemaakt. Universiteiten, kennisinstellingen, bedrijven, NGO’s, iedereen werkt, op zijn eigen manier, aan diezelfde North Star. Natuurlijk zitten daar ook wel eens minder goed doordachte initiatieven en marketing-verhalen tussen, maar dat hoort bij een

‘Focus is geen zwakte, maar een manier om energie te richten. Als je kiest voor een beperkt aantal SDG’s, kun je daar echt impact maken.’

breed maatschappelijk proces. Wat telt, is dat er een gemeenschappelijk kader is.’

Is het een probleem dat sommige SDG’s buiten de boot vallen omdat er moeilijk in te beleggen valt?

Kruse: ‘Ik denk dat het juist goed is als er bewuste keuzes worden gemaakt. Nederlandse pensioenfondsen hebben allemaal hun eigen aanpak gekozen, vaak gebaseerd op wat hun deelnemers belangrijk vinden. Die verbinding met de achterban, wiens vermogen je belegt, is cruciaal. Of je nu breed belegt of focust op een paar specifieke SDG’s, zolang het consistent en transparant is, vind ik dat juist krachtig.’

Van den Beld: ‘Keuzes maken hoort erbij. Voor ons draait het vooral om de consistentie en governance van de gemaakte keuzes. Als bepaalde SDG’s gekozen worden of juist niet, moet dat goed onderbouwd zijn – bijvoorbeeld omdat het niet materieel is of omdat beleggen in bepaalde SDG’s niet past binnen het risicoprofiel. Wij kijken vooral naar het proces: hoe worden keuzes gemaakt en hoe draagt beleid bij aan het realiseren van prioriteiten.’

Criado Larrea: ‘Focus is geen zwakte, maar een manier om energie te richten. Als je kiest voor een aantal SDG’s, kun je daar echt impact maken. Dat neemt niet weg dat je wel de consistentie met de andere doelen moet bewaken: ze hangen allemaal met elkaar samen. We moeten blijven erkennen dat elke SDG onderdeel is van het grotere geheel en dat ze elkaar beïnvloeden.’

Schoenmaker: ‘In de praktijk moet je keuzes maken, maar we moeten opletten dat we blijven aansluiten bij onze deelnemers, want anders raken we het draagvlak kwijt. Polarisatie ontstaat als technocraten besluiten nemen zonder verbinding met de mensen namens wie ze beleggen. En ja, sommige doelen zijn lastiger te meten of >

te beleggen, zoals biodiversiteit, maar dat is geen reden om ze te negeren. We moeten ze juist ontwikkelen, ook al zijn de indicatoren nog niet perfect. Niet-handelen kan uiteindelijk duurder zijn: the cost of doing nothing.'

Van Tulder: 'Er bestaat eigenlijk geen SDG waar je niet in kunt beleggen. Alleen als je beleggen heel smal definieert, lijkt dat zo. Maar kijk breder – in blended finance, coöperaties, familiebedrijven, publieke en sociale investeringen – dan kun je voor elk doel een vorm van financiering vinden. De uitdaging ligt niet in de doelen zelf, maar in hoe we de middelen en partners organiseren.'

Tot nu toe lag de focus van SDG-beleggen vooral op de publieke aandelenmarkten. Maar ligt de grootste impact niet juist in de private markten? En waar zit de echte additionaliteit van onze beleggingen?

Kruse: 'Wij hebben een gezamenlijk ontwikkelde SDI-taxonomie toegepast op zowel beursgenoteerde als private markten, omdat het framework voor de hele portefeuille werkt. Juist in de private markt liggen veel kansen: daar beleg je voor de lange termijn en kun je echt laten zien dat het van toegevoegde waarde is. Bovendien heb je als belegger in bijvoorbeeld real estate en infrastructuur vaak meer toegang tot informatie om te beoordelen wat er daadwerkelijk gebeurt.'

Criado Larrea: 'In het begin was SDG-beleggen voor ons vooral gericht op aandelen. Daar bestond meer informatie die wij consistent konden meten. Maar het framework is juist uitstekend toepasbaar op private markten. Wanneer je in transities denkt, kun je met gerichtere investeringen de nodige transities direct financieren en versnellen.'

Schoenmaker: 'Om toch even kritisch te zijn hier: we besteden veel tijd aan het bewijs van additionaliteit, maar uiteindelijk gaat het erom dat we de juiste keuzes maken en echte transities ondersteunen. Of iets additioneel is, vind ik minder belangrijk dan of het bijdraagt aan de verandering die nodig is. Denk in termen van transitie: helpen onze beleggingen de overgang naar een duurzame economie versnellen?'

Van Tulder: 'Precies. Er zijn allerlei vormen van leverage en spillover-effecten die we nog onvoldoende in kaart brengen. De private markt omvat veel meer dan alleen bedrijven: coöperaties, familieondernemingen, lokale initiatieven. Die lopen vaak voorop, maar weten niet altijd hoe ze financiering kunnen aantrekken. De uitdaging is om die werelden te verbinden en juist daar de transitie te versnellen.'

Pot: 'Ook vanuit investeringen door de overheid en ontwikkelingshulp kijken we naar de reële impact: wat verandert er daadwerkelijk? De pensioendeelnemer of belastingbetaler wil begrijpen waarom we dit doen en wat het oplevert. Dat kun je uitleggen met concrete voorbeelden, niet alleen met cijfers. Het gaat om het zichtbare verschil dat investeringen maken in de echte wereld.'

Van Tulder: 'Mag ik hier een vraag over stellen? We hebben jarenlang gezien dat publiek-private partnerschappen wel geld vrijmaakten, maar dat de effectiviteit onduidelijk bleef. Is dat inmiddels verbeterd?'

Pot: 'We moeten ons continu blijven verbeteren om goed inzicht te houden in de effectiviteit van investeringen, zonder te verzanden in bureaucratie. Het gaat erom dat we leren van projecten, samenwerken en steeds scherper meten wat echt werkt. Alleen dan kunnen we publiek en privaat kapitaal gericht inzetten om duurzame ontwikkeling te versnellen.'

'Open access is echt cruciaal. We kunnen pas goede duurzaamheidsanalyses uitvoeren als iedereen toegang heeft tot dezelfde basisinformatie.'

Hebben beleggers harde data uit de reële economie nodig om de balans tussen risico, rendement en maatschappelijke impact goed te kunnen bepalen?

Schoenmaker: 'Het gaat uiteindelijk om de verandering in de reële economie. We

zijn te veel gaan leunen op ESG-ratings en modellen die vooral invuloefeningen zijn. Maar het draait om wat er werkelijk verandert: CO₂-reductie, biodiversiteit, sociale vooruitgang. Dat is precies het idee achter onze Futureproof Index: meten wat er daadwerkelijk gebeurt, met schaduw prijzen en echte economische effecten. Alleen zo krijg je zicht op de échte delta.'

Criado Larrea: 'Als we wachten tot alles perfect meetbaar is, dan handelen we nooit. Natuurlijk moeten we blijven onderzoeken en verbeteren, maar we mogen de noodzaak van actie niet laten afhangen van data. Impact is al zichtbaar in de transities die we ondersteunen, niet alleen in cijfers.'

Schoenmaker: 'Dat klopt, maar we moeten die transities wel inzichtelijk maken. Denk aan de eiwittransitie, van dierlijk naar plantaardig eiwit. Dat heeft enorme effecten op landgebruik en biodiversiteit. Als we dat soort hefboom punten kunnen meten, kunnen we beleid en beleggingen veel gericht sturen. Dan weet je waar de echte impact zit. En ik vind jullie ASR Dutch Farmland Fund een goed voorbeeld, waarvoor jullie samen met Rabobank met de open bodemindex een framework hebben ontwikkeld waarbij landeigenaren worden beloond met lagere pacht als ze duurzaam werken. Daarmee verbeter je de bodemkwaliteit én vergroot je de waarde van de belegging. Dat is een echte win-winsituatie.'

Criado Larrea: 'Klopt, ik vind dat idee van transities heel belangrijk: ook onze eigen transitie als sector. We moeten blijven innoveren, nieuwe modellen ontwikkelen en durven experimenteren, ook als nog niet alles perfect is. Dat voortdurende leren en aanpassen is juist de katalysator voor verandering. Wij praten over de transformatie in termen als 'from brown-to-green', maar het gaat om de hele delta die we zelf teweegbrengen, voor alle SDG's.'

Ruijs: 'Binnen onze organisatie kijken we zowel naar de bijdrage van bedrijven aan de SDG's als naar hun eigen transitie. Welke doelen hebben ze gesteld? Hoe geloofwaardig zijn die? En wat zien we in de cijfers terug aan investeringen en voortgang? We proberen die veranderingen zoveel mogelijk te kwantificeren, maar ook

'Juist in de private markt liggen veel kansen: daar beleg je voor de lange termijn en kun je echt laten zien dat het van toegevoegde waarde is.'

tastbaar te maken, zodat mensen begrijpen wat er in de echte economie gebeurt.'

Van Tulder: 'Die leverage points in kaart brengen, waar onze investeringen het verschil kunnen maken, vind ik heel belangrijk. Tegelijkertijd moeten we oog houden voor de barrières en stranded assets: waar investeren we in neergaande sectoren terwijl we weten dat die op termijn niet duurzaam zijn? De echte waarde zit in het verleggen van kapitaal naar de opkomende, toekomstbestendige economie.'

Criado Larrea: 'De uitdaging is timing: gelijk hebben is niet genoeg, je moet ook gelijk krijgen. De huidige markt beweegt niet altijd mee met de langetermijn-behoefte. Daarom is het zo belangrijk om onze aannames te blijven toetsen aan wat er in de reële economie gebeurt.'

Van den Beld: 'Daarnaast moeten we wel beseffen dat de huidige ESG-data vaak niet het hele verhaal vertellen: tijdreeksen zijn kort, hebben beperkte representativiteit of bevatten subjectieve elementen. Daarom stimuleren wij betere data-standaarden en open access, zodat we steeds beter 'het juiste verhaal' uit de data kunnen halen.'

De kwaliteit van duurzaamheids-data laat nog vaak te wensen over. Zijn de beschikbare gegevens inmiddels goed genoeg om risico, rendement en maatschappelijke impact gelijkwaardig te kunnen afwegen, of is de sector daar nog niet klaar voor?

Pot: 'Data zijn nooit perfect, en dat hoeft ook niet. De vraag is vooral: zijn de gegevens goed genoeg om richting te geven? In beleid en diplomatie werken we voortdurend met onvolledige informatie. Toch nemen we beslissingen, leren we, en sturen we bij. Zo zou het ook in de beleggingswereld moeten zijn: durf te >

handelen met onzekerheid, zolang de koers helder blijft. We hebben de neiging om te wachten tot alles meetbaar is, maar dan loop je achter de feiten aan. Data zijn een hulpmiddel, niet een voorwaarde om te bewegen. Het belangrijkste is dat we de juiste vragen stellen: wat willen we weten, waarom willen we dat weten, en hoe helpt die kennis om beter te sturen op maatschappelijke impact? Als we dat scherp hebben, volgt de datakwaliteit vanzelf. En er is ook een menselijk element: cijfers overtuigen niet automatisch. Wat mensen raakt, zijn verhalen die laten zien wat de data betekenen. De combinatie van kwalitatieve inzichten en kwantitatieve metingen maakt duurzaamheidsdata pas krachtig. Dat geldt net zo goed voor beleid als voor beleggen.'

Schoenmaker: 'Eens. We krijgen steeds meer data, maar nog niet van de kwaliteit die nodig is om impact echt naast risico en rendement te zetten. Veel cijfers blijven oppervlakkig of niet vergelijkbaar. De uitdaging is om data te gebruiken die iets zeggen over de reële economie – over emissies, bodemkwaliteit, sociale effecten – in plaats van alleen over beleid en processen.'

Van Tulder: 'Misschien moeten we fundamenteel anders kijken naar wat we 'markten' noemen. We spreken vaak over markten alsof het abstracte, zelfregulerende systemen zijn, maar in werkelijkheid bestaan ze uit relaties, tussen investeerders, banken, bedrijven en gemeenschappen. De dynamiek van een markt wordt bepaald door de spelers, hun grootte en hun onderlinge betrouwbaarheid. Wat ik vaak mis, is dat beleggers en banken hun rol te veel legitimeren binnen die marktdynamiek, terwijl het juist gaat om de kwaliteit van relaties en ondernemingsvormen. Ik kom net terug uit de Filipijnen, waar banken boetes krijgen als ze niet investeren in kleine boeren. En wat doen ze? Ze betalen liever de boete, omdat ze niet weten hoe

ze wél kunnen investeren in die lokale economie. Tegelijkertijd werken we daar met coöperaties die laten zien dat het anders kan, door opnieuw na te denken over ondernemerschap, risico's en vertrouwen. Het punt is: we moeten af van de 'performance illusions' van markten en terug naar de basis. Niet de markt als systeem moet centraal staan, maar de ondernemingen en partners die echt waarde creëren. Sommige bedrijven zijn simpelweg betrouwbaarder, duurzamer en effectiever in het realiseren van maatschappelijke doelen. Dáár zouden we onze risicoanalyses op moeten baseren. Beursgenoteerde ondernemingen kunnen dan juist meer risico opleveren, omdat ze vaak verder van die reële relaties afstaan. Het gaat dus om herwaardering van het relationele, niet het puur financiële perspectief.'

Introduceren we niet onbedoeld biases in onze beleggings-beslissingen omdat wij focussen op wat meetbaar is, in plaats van op wat werkelijk fundamenteel is?

Schoenmaker: 'Ja, dat is eigenlijk een bijna filosofische vraag: is iets alleen kenbaar als je het in een getal kunt uitdrukken? Of kun je ook inzicht hebben zonder dat alles kwantificeerbaar is? Kijk naar hoe een analist bij JPMorgan een waardering van een bedrijf opstelt, daar zitten ook gewoon keuzes in. Daarom heb je ervaren beleggers en analisten nodig die bedrijfsmodellen begrijpen en een oordeel kunnen vormen over of een bedrijf echt bijdraagt aan duurzaamheid. Het gaat dan niet om de getalletjes, maar om inzicht en ervaring.'

Kruse: 'Precies. Het draait om inzicht en expertise: om de mogelijkheid én de moed om een oordeel te vormen. Dat blijft mensenwerk. En dat is nooit zwart-wit.'

Van Tulder: 'Ik hoor in die vraag ook een soort angst doorklinken: dat het allemaal te complex wordt, dat we het niet kunnen meten. En dan is de reflex om het simpel te maken: om alleen nog te kijken naar wat meetbaar is, naar marktcijfers. Terwijl juist de gemengde, complexe bedrijfsmodellen het interessantst zijn. Daar zitten de leiders met visie, de bedrijven die transities echt vormgeven. Ja, dat is ingewikkeld, maar dáár gebeurt het. 'Know what you invest in', zou ik zeggen.'

'Toegang tot data zou geen concurrentievoordeel moeten zijn, maar een gedeelde basis. Alleen als data breed beschikbaar zijn, kunnen we elkaar corrigeren, leren en verbeteren.'

Begrijp de ondernemingsvorm, de ambitie, de context. Dan pas kun je de SDG-agenda echt voelen. Narratieven en cijfers horen daarbij, maar de verhalen zijn minstens zo belangrijk als de data. Veel familiebedrijven en coöperaties werken al zo: complex, maar met een sterke maatschappelijke drijfveer. Daar kun je dus ook in investeren.

Van den Beld: 'Als toezichthouder zien wij inderdaad dat modellen en scores vaak een voorkeur hebben voor SDG's waar data voor beschikbaar zijn. Dat kan leiden tot een vertekening en zelfs tot concentratie-risico's. Wij benadrukken daarom het belang van kwalitatieve oordeelsvorming naast kwantitatieve metrics. Toezicht is geen box-ticking: het gaat om het begrijpen van businessmodellen, transitieplannen en governance. Meetbaarheid mag geen excuus zijn om fundamentele risico's te negeren.'

Pot: 'Ja, en dat raakt precies aan die bias waar je op doelde. Als we te veel focussen op wat meetbaar is, op data, op rankings, op lijstjes, dan lopen we een enorme kans mis. Want juist innovatie, de vernieuwing die nodig is om duurzame ontwikkeling te realiseren, is per definitie ongewis. Dat kun je niet volledig meten of voorspellen. Als we dat risico vermijden omdat het niet in een spreadsheet past, laten we de motor van verduurzaming stilvallen. En dat zou zonde zijn, zeker voor lange-termijnbeleggers.'

Ruijs: 'Een heel terecht punt. Er zit inderdaad een duidelijke bias in de metrics die veelal worden gebruikt. Grote bedrijven met uitgebreidere rapportages krijgen betere ESG-scores dan kleinere ondernemingen, alsook bedrijven in ontwikkelde landen vergeleken met bedrijven in opkomende markten. Daardoor ontstaat een vertekening. Met een SDG-lens proberen we dat te doorbreken. Uit ons eigen onderzoek blijkt dat SDG-scores een veel neutraler speelveld opleveren.'

Hoe kunnen AI en open access-databases helpen om fundamentele duurzaamheidsanalyse toegankelijker en efficiënter te maken?

Schoenmaker: 'AI kan enorm helpen om grote hoeveelheden data te ordenen en verbanden te leggen die we zelf niet zien.

'Juist innovatie, de vernieuwing die nodig is om duurzame ontwikkeling te realiseren, is per definitie ongewis. Dat kun je niet volledig meten of voorspellen.'

Maar het blijft mensenwerk om te bepalen wat relevant is. Zonder context en moreel kompas gaat het mis.'

Criado Larrea: 'Eens. AI kan ons tijd besparen, bijvoorbeeld in rapportages, en het kan beter inzicht geven in trends, maar de interpretatie moet bij mensen blijven. We moeten waken voor de illusie van objectiviteit: ook algoritmes hebben hun biases. Daar kunnen wij nog geen investeringsbeslissingen op baseren.'

Van Tulder: 'Wij werken aan een wereldwijde open-access Living Wage-database, gesponsord door onder meer Unilever en andere grote partijen. Maar wat me opvalt, is dat zulke initiatieven nog te vaak als een markt worden benaderd in plaats van als een gedeeld publiek goed. Dat is teleurstellend, want het idee was juist om data samen te brengen en beschikbaar te maken voor iedereen. Het is een goed voorbeeld van hoe we niet moeten eindigen met samenwerking: ieder voor zich, in plaats van echt open en collectief.'

Schoenmaker: 'Open access is echt cruciaal. We kunnen pas goede duurzaamheidsanalyses uitvoeren als iedereen toegang heeft tot dezelfde basisinformatie. Zolang data achter betaalmuren zitten, blijft duurzame analyse een luxeproduct, alleen bereikbaar voor grote partijen met diepe zakken. Dat remt innovatie en transparantie. We hebben open data nodig om inzichten te kunnen toetsen, om samenwerking te stimuleren, en om een eerlijk speelveld te creëren tussen publieke instellingen, beleggers en wetenschap.'

Ruijs: 'Daar ben ik het helemaal mee eens. Toegang tot data zou geen concurrentievoordeel moeten zijn, maar een gedeelde basis. Alleen als data breed beschikbaar zijn, kunnen we elkaar corrigeren, leren en verbeteren. Dat is de enige manier om geloofwaardig te blijven.'

Pot: 'Volledig mee eens. Open access is niet alleen een technische, maar ook een morele kwestie. Transparante en toegankelijke data versterken het vertrouwen van burgers, pensioenfondsen en beleidsmakers. Mensen willen weten waar hun geld naartoe gaat, en waarom dat bijdraagt aan duurzame ontwikkeling. Dat kun je alleen uitleggen als de onderliggende informatie open en controleerbaar is. En bovendien: als we willen versnellen richting de SDG's, kunnen we het ons niet veroorloven om kennis op te sluiten. Open access is samenwerking in de praktijk.'

Hoe kunnen we de integriteit van het holistische SDG-model behouden, terwijl de druk toeneemt – met name vanuit de VS – om duurzaam beleggen anders te positioneren of te verpakken?

Van Tulder: 'In de VS zie je dat bedrijven onder politieke druk bepaalde woorden vermijden, maar de meeste gaan gewoon door met duurzaamheid, omdat het een sterke businesscase blijft. De SDG-agenda verdwijnt niet, ze evolueert. De uitdaging is om haar te verbeteren, niet te idealiseren. Het is nog steeds het beste framework dat we hebben.'

Criado Larrea: 'Omstandigheden zijn veranderd, maar de behoeften niet. Nu moeten we slim omgaan met de retoriek en de taal. Wanneer je niet mag praten over inclusie, worden nu andere termen gebruikt, zoals belonging. Dat is prima, zolang de waarden, en de acties, overeind blijven. We mogen de ethische dimensie niet vergeten, ook al verandert het vocabulaire.'

Kruse: 'Bij APG maken we het juist concreet en vertalen we het, samen met onze klanten, naar thema's als klimaat, natuur en arbeidsomstandigheden. Door het tastbaar te maken geef je richting. Focus is geen verzwakking van het holistische model, maar een manier om het werkbaar te houden.'

Van den Beld: 'Voor ons is het uitgangspunt helder: duurzaamheid is geen ideologie, maar een randvoorwaarde voor financiële stabiliteit. Wij positioneren het SDG-raamwerk als een instrument om langetermijnrisico's te beheersen. De terminologie kan veranderen, maar de onderliggende noodzaak blijft: zonder leefbare economie is er geen solide financieel systeem. Toezicht moet zich

'Voor ons is het uitgangspunt helder: duurzaamheid is geen ideologie, maar een randvoorwaarde voor financiële stabiliteit.'

richten op het waarborgen van die integriteit, ongeacht politieke dynamiek.'

Schoenmaker: 'Langetermijnwaardecreatie is een goed alternatief voor ideologische taal. Zonder leefbare wereld heb je ook geen rendement. Als we het systeemdenken vasthouden, dat ecologische en sociale transitie onlosmakelijk verbonden zijn aan een leefbare wereld, blijft het SDG-framework impliciet overeind.'

Ruijs: 'De kern van de SDG's blijft ook na 2030 relevant: armoede, gelijkheid, klimaat, biodiversiteit. Misschien moeten we scherper focussen op die einddoelen, maar de holistische structuur moet blijven. Ze biedt een universele taal en richting voor de toekomst.'

Zijn er slotopmerkingen?

Pot: 'Duurzaamheid is een gezamenlijke opgave die verder gaat dan cijfers en rapportages. Data, beleid en investeringen zijn middelen, geen doelen op zich. Wat telt, is de samenwerking tussen sectoren, landen en mensen die geloven dat het anders kan.'

We moeten ons blijven realiseren dat de SDG's een universele taal vormen, waarin iedereen, van overheden tot pensioenfondsen en bedrijven, zijn eigen verantwoordelijkheid kan vinden. Dat gezamenlijke kader is juist nu belangrijk, in een wereld die soms het tegenovergestelde lijkt te doen. Zolang we elkaar blijven vinden rond dat gedeelde doel, kunnen we echte vooruitgang boeken.'

Ruijs: 'De SDG's bieden een helder framework om impact, risico en rendement samen te brengen. Als we de focus houden op die balans, én op echte data uit de economie, kunnen we de transitie versnellen zonder het kompas te verliezen. En ja, 2030, het is nog onzeker hoe het er allemaal uit gaat zien, maar de thema's blijven relevant. Ik denk dat we onverminderd verder moeten gaan.' ■

IN HET KORT

De SDG's hebben beleggers geholpen duurzaamheid te definiëren en meetbaar te maken. Nu is het zaak om in de implementatie de balans tussen impact, risico en rendement te vinden.

De doelen vormen nog steeds het belangrijkste mondiale kompas voor duurzame investeringen, al vraagt de volgende fase om verdieping, betere data en meer focus op de reële economie.

Open access tot betrouwbare duurzaamheidsdata is cruciaal voor transparantie en samenwerking.

De integriteit van het holistische SDG-framework moet behouden blijven, ook onder politieke druk.

De toekomst ligt in samenwerking, langetermijnwaardecreatie en vertrouwen in gezamenlijke doelen.



TOGETHER WE GROW



Explore our partnerships
to close the year **green.**

Impact is niet voorbehouden aan private markten

Impactbeleggen wint aan terrein op aandelenmarkten. Henk Jonker, Head of Research Impact Equities and Bonds bij Triodos Investment Management, legt uit wat er schuilgaat achter die opmars en waarom deze beleggingsvorm vraagt om mensen die verder kijken dan de cijfers.

Door Michiel Pekelharing

Impactbeleggen is groot geworden op private markten, maar speelt nu ook een steeds grotere rol in de aandelenwereld. Hoe krijgt die ontwikkeling vorm bij Triodos Investment Management?

‘Wij beleggen al dertig jaar in beursgenoteerde bedrijven. De focus is in die tijd flink verschoven. Waar we ooit begonnen met uitsluiting van schadelijke sectoren, zijn we inmiddels volledig gericht op het meten van positieve impact. Eerst deden we dat via een best-in-class-benadering, maar die was te subjectief. Je kon dan nog steeds in bedrijven zitten die op papier het beste jongetje van de klas waren, maar die niet bijdroegen aan de transitie die wij belangrijk vinden. Vandaag begint juist alles bij de vijf transitie van Triodos: food, resource, energy, societal, wellbeing. Die hebben we uitgewerkt in twintig concrete impactdoelen. Per bedrijf analyseren we de producten en diensten en koppelen we een percentage van de omzet aan die doelstellingen. Minstens een derde van de omzet moet aantoonbaar bijdragen aan positieve impact. Voor sommige sectoren ligt dat veel hoger, tot wel 80% op fondsniveau.’

Hoe maak je in publieke markten de daadwerkelijke maatschappelijke of ecologische impact inzichtelijk? En hoe zorg je dat die meting geloofwaardig blijft?

‘We kijken heel precies naar de omzet die samenhangt met producten of diensten die

bijdragen aan onze impactdoelen. Dat combineren we met een grondige ESG-analyse en een set minimumstandaarden die zowel voor Triodos Investment Management als voor Triodos Bank gelden. We beleggen bijvoorbeeld niet in wapenfabrikanten en producenten van fossiele energie. Daarnaast koppelen we onze twintig impactdoelen aan de relevante Sustainable Development Goals. De SDG's zijn op zichzelf niet ontworpen voor beursgenoteerde beleggingen, maar ze bieden wel een universele taal om richting te geven. Overigens willen we bij het in kaart brengen van duurzame impact verder gaan dan alleen het meten van omzet. Vanaf 2026 willen we ook rapporteren over ‘impact outcomes’. Daarmee geven we antwoord op vragen als hoeveel patiënten geholpen zijn dankzij de activiteiten van bedrijven waarin wij investeren, hoeveel CO₂-uitstoot is vermeden, hoeveel megawattuur aan duurzame energie is opgewekt. Dat brengt de impact naar de echte wereld.’

Hoe vertaal je grote maatschappelijke transitie, zoals de energietransitie of duurzame voedsel-systemen, naar concrete selectiecriteria?

‘Binnen elke transitie hebben we subdoelen benoemd. De energietransitie bestaat uit drie concrete pijlers, namelijk hernieuwbare energie, energie-efficiëntie en schoon transport. Dat maakt het mogelijk om per sector te bepalen wat écht bijdraagt. We kijken vervolgens naar de omzetverdeling. Daarbij draait het om de vraag hoeveel procent uit activiteiten komt die binnen die pijlers vallen. Een fabrikant van windturbineonderdelen haalt al snel 100% ‘positieve’ omzet. Maar een industrieel bedrijf dat zijn processen verduurzaamt, zit misschien op 35%. Dat bedrijf kan voor ons nog steeds interessant zijn, mits het de goede richting op beweegt. Het gaat namelijk niet om perfectie, maar om progressie. We willen bedrijven ondersteunen die de transitie mogelijk maken. Zo maak je veel meer impact dan wanneer je alleen de eindwinnaars selecteert.’

Welke raamwerken of instrumenten gebruiken jullie om de positieve bijdrage van ondernemingen te beoordelen?

‘Onze methodiek combineert drie lagen. De eerste daarvan wordt gevormd door onze minimumstandaarden en

uitsluitingscriteria en heeft tot doel de risico's en kansen te beheersen door bedrijven te beoordelen aan de hand van strenge normen. Bedrijven die niet aan de minimumnormen voldoen of als 'zeer zorgwekkend' worden aangemerkt, worden uitgesloten. De tweede laag is kwantitatief. Hierbij kijken we naar de omzetaanalyse per productgroep en de koppeling aan onze impactdoelen. De derde laag is de maatschappelijke context. Die draait om de vraag hoe een bedrijf zich positioneert binnen de vijf transities van Triodos. Dat geheel vormt onze eigen systematiek. We gebruiken daarvoor data van ISS ESG.

In mei hebben we de iSTOXX Triodos Developed Markets Impact Index geïntroduceerd. Deze index, die we samen met STOXX hebben ontwikkeld, vertaalt onze criteria en meetmethodiek in een breed toepasbare benchmark. Het idee was om een realistisch alternatief te bieden tussen enerzijds de traditionele, brede indices met te weinig diepgang en anderzijds extreem geconcentreerde impactportefeuilles. Dit universum genereert een positieve impact van 65%, vergeleken met 25% in de MSCI World. We hopen dat deze impact-aandelenindex zich zal ontwikkelen tot een geaccepteerde standaard binnen de institutionele markt, waardoor een schaalbare, positieve impact mogelijk wordt, zelfs via liquide aandelenbeleggingen. Inmiddels hebben we al behoorlijk wat positieve reacties ontvangen van institutionele partijen.

Impactbeleggen draait niet alleen om aandelenselectie, maar ook om het helpen van bedrijven om een positief verschil te maken. Welke rol speelt actief aandeelhouderschap daarbij?

'Als je aandelen koopt op de beurs, ben je actief op de secundaire markt. We verstrekken niet rechtstreeks vermogen aan een bedrijf, dus de toegevoegde waarde ligt in de dialoog. Wij spreken alle bedrijven waarin we beleggen, soms meerdere keren per jaar. Voor elk bedrijf maken we een ESG-agenda met daarin de belangrijkste thema's waarop we verbetering willen zien. Als je het hebt over de additionaliteit van impactbeleggen op de beurs, dan zit die voor een belangrijk deel in engagement, oftewel actief aandeelhouderschap om bedrijven de goede kant op te bewegen. Soms gaat dat over klimaatbeleid, soms over arbeidsrechten of diversiteit. Die

gesprekken zijn niet vrijblijvend. Als de voortgang uitblijft, trekken we conclusies. Zo hebben we afscheid genomen van een Frans bedrijf dat indirect betrokken was bij nucleaire wapens. Ze wilden dat over drie tot vijf jaar afbouwen. Dat vonden wij te traag, dus hebben we de positie verkocht. Engagement is arbeidsintensief, maar het levert ook echte verandering op. Portefeuillebedrijven in Triodos Future Generations Fund hebben we bijvoorbeeld aangespoord om een 'family-friendly workplace' te creëren, met beter ouderschapsverlof en kansen voor vrouwen na hun terugkeer. Dat soort projecten geeft engagement tastbare betekenis.'

Wat zijn de belangrijkste kansen en uitdagingen voor impactbeleggen in beursgenoteerde aandelen in de komende jaren?

'De grootste kans is dat we impact eindelijk kunnen vertalen naar tastbare resultaten. Dankzij nieuwe datatools, kunstmatige intelligentie en samenwerking met academische instellingen kunnen we steeds beter kwantificeren wat bedrijven werkelijk bijdragen. Daarbij is het een uitdaging om door de ruis heen te blijven kijken. Er is veel greenwashing, er zijn talloze ESG-labels en methodieken, maar uiteindelijk gaat het om de vraag: heeft dit bedrijf de wereld aantoonbaar beter gemaakt? Een tweede uitdaging is schaal. De institutionele wereld is nog terughoudend. Pensioenfondsen moeten rendement leveren, maar ook bijdragen aan een leefbare wereld. Ook zij kunnen, door actief de dialoog te voeren, bedrijven stimuleren te verduurzamen. Dat geldt overigens voor de gehele financiële sector. Onze Impact Index biedt in dit opzicht een tussenweg, namelijk een breed gespreide portefeuille met duidelijke impact. We merken dat die gedachte steeds meer tractie krijgt. En dan is er nog de menselijke kant. Impactbeleggen vraagt om mensen die verder kijken dan de cijfers. Daarin schuilt bij ons misschien wel de grootste kracht. In het team van Triodos Investment Management werken analisten met verschillende achtergronden: financieel, duurzaamheidsgericht en cultureel divers. Iedere onderneming die we analyseren wordt dubbel bekeken, door zowel een financieel analist als een sustainability-analist. Zo dwingen we onszelf om impact én rendement samen te beoordelen en mee te wegen. Uiteindelijk zijn het de mensen die het verschil maken.' ■



Henk Jonker

Hoofd Investment Research van het Impact Equities & Bonds team, Triodos Investment Management

IN HET KORT

Triodos IM hanteert naast uitsluiting ook het meten van positieve impact aan de hand van vijf transities en twintig impactdoelen.

Minimaal een derde van de omzet van bedrijven moet bijdragen aan positieve impact en vanaf 2026 worden ook 'impact-outcomes' gemeten.

Selectie gebeurt via minimumstandaarden, omzetaanalyse en maatschappelijke context.

Actief aandeelhouderschap is cruciaal: via engagement worden bedrijven richting verduurzaming gestuurd.

De belangrijkste uitdagingen zijn greenwashing, schaalbaarheid en het vinden van analisten die verder kijken dan alleen cijfers.

Impact staat of valt met heldere keuzes

Door Baart Koster Fotografie Raphaël Drent



Tijdens de eerste van twee paneldiscussies op het pensioenseminar 'Vanuit Impactbeleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie' van Financial Investigator, deelden experts hun visie op de rol van impact in beleggingsportefeuilles, de balans tussen rendement en risico, en het belang van langetermijndenken. Het gesprek maakte duidelijk dat impactbeleggen vele vormen kent en dat heldere doelen zwaarder wegen dan het label.

Hoe verhouden impactbeleggen en de transitie naar een klimaatneutrale en circulaire economie zich tot elkaar binnen het beleggingsbeleid? Dat is de vraag die centraal staat in de discussie die plaatsvindt tijdens het seminar voor pensioenfondsbesteders op het hoofdkantoor van a.s.r. in Utrecht.

De discussie begint met de vraag of impactbeleggen moet worden ingebed in bestaande strategieën, of juist als aparte asset class moet worden behandeld. Onafhankelijk pensioenfondsbesteder en -adviseur Jeroen van der Put kiest voor een pragmatische benadering. 'Begin met bestaande beleggingscategorieën,' zegt hij. 'Maak vervolgens een impactbeleid waarin je kijkt welke categorieën de meeste impact kunnen hebben. In private equity vind je de meeste mogelijkheden. Met infrastructuur kun je inspelen op de energietransitie en met vastgoed op sociale huisvesting voor ouderen. Bij liquide beleggingen is impact minder goed mogelijk,' meent Van der Put, doelend op het ontbreken van directe maatschappelijke impact bij beursgenoteerde beleggingen.

Leticia Ferreras Astorqui, Lead Portfolio Manager, Development Finance & Impact Credit bij Allianz Global Investors, sluit zich daarbij aan, maar benadrukt dat duidelijke definities cruciaal zijn. 'Het

hangt sterk af van hoe je impact definieert. Er is nog steeds behoefte aan standaardisatie. Je kunt zowel in publieke als private markten impact creëren, maar niet elke investering is een impactinvestering. Als we alles impact noemen, verwatert het begrip.' Volgens haar betekent een robuuste definitie van impactbeleggen dat slechts een deel van de portefeuille werkelijk als impact kan worden aangemerkt. Dat laat echter onverlet dat ESG- en duurzaamheidscriteria breder kunnen worden toegepast op andere beleggingsinstrumenten, aldus Ferreras Astorqui.

Met oog voor moeilijkere beleggingsthema's

Mies Ligtenberg, Responsible Investments en Impact Lead bij a.s.r. vermogensbeheer, vult aan dat haar organisatie binnen het verantwoord beleggingsbeleid een duidelijke structuur hanteert. 'We combineren het verminderen van negatieve impact met het creëren van positieve impact. Een concreet impactdoel kan helpen om focus in beleggingsstrategieën aan te brengen en ambitie te versterken,' zegt ze. 'Daarnaast stimuleert het om ook in moeilijkere thema's zoals biodiversiteit te investeren en niet alleen in het meer tastbare klimaatdomein.'

Dagvoorzitter Alfred Kool brengt de relatie tussen impactbeleggen en risicomanagement ter tafel. Volgens Ferreras Astorqui zit het verschil met name in de intentie. 'ESG draait voor mij vooral om het beperken van risico's, via grondige due diligence en het ontwikkelen, implementeren en monitoren van actieplannen om ernstige schade aan mens en milieu te voorkomen. Impactbeleggen gaat juist over het actief realiseren van een meetbaar positief effect,' legt ze uit.

Ligtenberg is het daarmee eens: 'Je moet duidelijke doelen stellen. Dat kan zowel kwalitatief als kwantitatief. Dat helpt bij de selectie van investeringen en bij het meten van resultaten. Alleen dan weet je of een belegging echt bijdraagt aan wat je wilt bereiken.'

Van der Put merkt op dat impactbeleggen niet per se risicoverlagend is. 'Voor additionaliteit neem je al snel meer risico,' zegt hij. 'In een landbouwfonds, gericht >



VOORZITTER

Alfred Kool

Niet-Uitvoerend Bestuurslid,
ABP



Leticia Ferreras Astorqui

Lead Portfolio Manager, Development Finance & Impact Credit,
Allianz Global Investors



Mies Ligtenberg

Responsible Investments, Impact
Lead, a.s.r. vermogensbeheer



Jeroen van der Put

Bestuurder, Adviseur, diverse
pensioenfondsen

‘Impactmetingen moeten ons uitdagen om betere beslissingen te nemen, niet om indrukwekkende maar irreële cijfers te presenteren.’

op milieu-innovatie, hebben we wereldwijd projectlocaties met ESG-plannen opgezet. Dat was uitdagend, maar noodzakelijk om greenwashing te voorkomen en échte toegevoegde waarde te leveren.’

Impactbeleggen is geen filantropie

De vraag of impactbeleggen lagere rendementen oplevert, zorgt voor de meeste reuring in de zaal. Kool vraagt het publiek kleur te bekennen, en het gros steekt een rode kaart omhoog: nee, impact mag niet ten koste gaan van rendement.

Een zaalparticipant nuanceert dat standpunt: ‘Impact vraagt om extra due diligence en rapportage. Dat kost geld. Maar je kunt geen impact claimen zonder te meten en te rapporteren.’ Ferreras Astorqui reageert: ‘Sommige impact-investeringen, bijvoorbeeld in conflict-gebieden of vaccinatieprogramma’s, zijn per definitie niet bedoeld voor commerciële beleggers. Die leveren doorgaans een lager of zelfs geen financieel rendement op. Maar dát zijn niet de projecten waar we over spreken wanneer we het met

private partijen over impactbeleggen hebben.

Het idee dat impact altijd subrendement betekent, klopt niet. Impactbeleggen is geen filantropie. Het gaat om investeringen die sociale of ecologische waarde creëren én financieel houdbaar zijn.’

Ligtenberg wijst er vervolgens op dat impact meten zelf ook zijn beperkingen kent. ‘Het meten van klimaatimpact zal nooit 100% nauwkeurig zijn, en dat moeten we accepteren. Het doel is niet perfecte cijfers, maar het financieren van oplossingen die de energietransitie versnellen. Toch blijft meetbaarheid belangrijk binnen impactinvesteringen.

De huidige klimaatimpactcijfers zijn vaak opgeblazen en traditionele CO₂-berekeningen geven geen volledig beeld van het impactpotentieel. Vermeden emissies lijken aantrekkelijk, maar zijn gebaseerd op vele aannames en scenario’s die zelden de werkelijkheid weerspiegelen. Dit leidt tot overschatting en soms zelfs tot dubbele telling. Transparantie is daarom cruciaal: geef duidelijk aan of impact potentieel of gerealiseerd is, of cijfers cumulatief of jaarlijks zijn, en gebruik pro-rata data waar mogelijk. Impactmetingen moeten ons uitdagen om betere beslissingen te nemen, niet om indrukwekkende maar irreële cijfers te presenteren.’



‘Met beleggingen heb je altijd impact, bewust of onbewust. Bewust sturen met helder impactbeleid is daarom nodig.’

Die oproep tot realisme sluit aan bij een andere dimensie van het debat: niet alleen de meting van impact telt, maar ook hoe beleggers en deelnemers die impact waarderen. Van der Put verwijst naar zijn ervaring bij pensioenfondsen. ‘Uit enquêtes onder deelnemers blijkt dat ongeveer een derde vindt dat impact belangrijk is, ook als dat iets kost. Een derde wil impact, maar zonder rendementsverlies. En van de rest is de helft tegen en de andere helft weet het niet. Die verdeling zegt veel over het draagvlak en de complexiteit van dit debat,’ zegt hij.

Van der Put voegt daaraan toe dat duurzaamheid inmiddels een megatrend is. ‘Of je het wilt of niet, het beïnvloedt de economie. Dat biedt juist kansen om goed renderende investeringen te doen die óók impact hebben. Het hoeft niet ten koste te gaan van rendement.’

Kloof tussen korte en lange termijn

Een van de seminardeelnemers in de zaal vindt dat de discussies over het onderwerp vaak te kortzichtig zijn. ‘We moeten het ook hebben over de lange termijn. De markt prijst klimaatrisico’s nog onvoldoende in,’ klinkt het.

Kool pakt die gedachte op. ‘De grootste uitdaging is misschien wel het betrekken van pensioendeelnemers,’ zegt hij. ‘We willen nú geen risico nemen, terwijl we de rekening van 2050 samen niet kunnen betalen. Hoe neem je als bestuur verantwoordelijkheid voor die kloof tussen korte en lange termijn?’

Ligtenberg erkent dat dilemma. ‘Een portefeuille moet aansluiten bij langetermijntrends en diversificatie bieden tussen zowel technologieën als regio’s. Wind en zon zijn inmiddels volwassen markten, maar we zien ook kansen in batterijopslag, groene waterstof en circulaire materialen. Door nieuwe technologieën gecontroleerd toe te voegen, kun je rendement én impact in balans brengen.’

Ferreras Astorqui voegt daaraan toe dat praktijkervaring in opkomende markten waardevolle lessen oplevert. ‘Daar zien we dat grondige ESG- en impactanalyses daadwerkelijk tot betere prestaties leiden.

‘Impactbeleggen is geen filantropie. Het gaat om investeringen die sociale of ecologische waarde creëren én financieel houdbaar zijn.’

Dat kost in sommige gevallen geld, maar het betaalt zich terug. Als je terugkijkt op de data van de afgelopen 25 jaar, zie je dat beleggingen met een sterke duurzaamheidsanalyse beter presteren. Dat helpt beleggers vooruit te kijken: wat toen gold, geldt waarschijnlijk ook voor de komende decennia.’

Van der Put vult aan: ‘Met beleggingen heb je altijd impact, bewust of onbewust. Beleggers zijn lang free riders geweest maar moeten steeds meer verantwoording over hun impact afdragen. Bewust sturen met helder impactbeleid is daarom nodig. Daarbij biedt dat ook kansen om deelnemers meer bij hun pensioenfonds te betrekken.’

Niet blijven hangen in afvinklijstjes

Tot slot maakt Van der Put nog een reflectieve opmerking. ‘De volwassenheid van duurzame investeringsmechanismen is nog laag,’ zegt hij. ‘We moeten bescheiden zijn over de omvang van de impact en niet blijven hangen in administratie en vinklijstjes, maar juist inzetten op environmental storytelling: uitleggen waarom het ertoe doet. Zeker jongere generaties zijn daar gevoelig voor. Verbeter de wereld en begin bij jezelf. Wakker het vuurtje maar aan onder het motto: ja het kan wél.’

Kool beaamt dat. ‘De sleutel ligt in het gesprek. Door erover te praten maak je inzichtelijk dat impactbeleggen niet alleen over cijfers gaat, maar over toekomstwaarde – over een wereld waarin je wilt leven.’

De discussie is daarmee niet afgesloten, maar opengebroken: impactbeleggen is geen niche of modeterm, maar een manier van denken die de beleggingswereld stap voor stap verandert. ■

IN HET KORT

Impactbeleggen vraagt om duidelijke definities en scherpe keuzes. Niet elke investering heeft impact.

Private markten bieden de meeste mogelijkheden. In liquide markten is de directe impact beperkter.

Intentie onderscheidt ESG (risicobeperking) van impact (positief effect realiseren).

Impact vereist meetbaarheid, maar cijfers zijn vaak onnauwkeurig. Transparantie is cruciaal.

Rendement en impact kunnen samengaan: impactbeleggen is geen filantropie.

Langetermijnvisie, realisme en heldere communicatie zijn essentieel voor draagvlak en succes.

Impact ontstaat door bedrijven te helpen veranderen

Door Baart Koster Fotografie Raphaël Drent



Tijdens de tweede panel-discussie op het seminar 'Vanuit Impactbeleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie' van Financial Investigator bespreken drie experts de noodzaak om op te schalen, beter samen te werken en impactgerichter te beleggen. Wat opvalt: de transitie vraagt niet alleen om kapitaal, maar ook om consistent beleid, kennisdeling en de durf om samen te handelen.

Al direct nadat de panelleden het podium hebben betreden, houdt de urgentie van energiezekerheid de gemoederen bezig. De vraag hoe Nederland zijn energieafhankelijkheid kan verminderen, vormt het startpunt van het gesprek. 'We moeten zorgen dat we niet langer afhankelijk zijn van fossiele brandstoffen,' opent Nick Brugman. Hij wijst op de kwetsbare energiepositie van Nederland en Europa. 'In Nederland is 82,5% van het energieverbruik nog fossiel, waarvan 36,5% gas. Dat kwam deels uit Groningen en deels uit Rusland, maar inmiddels importeren we 70% van ons LNG uit de VS. Dat lijkt veilig, maar het maakt ons opnieuw afhankelijk van externe leveranciers. De urgentie om klimaatneutraal te worden is niet alleen een milieukwestie, maar ook een strategische noodzaak.'

Daarmee raakt de discussie aan een veel bredere realiteit in de institutionele beleggingswereld, namelijk dat de energietransitie niet langer alleen een duurzaamheidsvraagstuk is, maar inmiddels deel is geworden van de kern van economische strategievorming. Voor veel pensioenfondsen betekent dit een verschuiving in mindset: van 'klimaat als risico' naar 'energiezekerheid als strategische noodzaak'. De panelleden herkennen die verandering. Steeds vaker moeten fondsen keuzes maken die niet alleen gericht zijn op de toekomstbestendigheid van hun portefeuille, maar ook op maatschappelijke stabiliteit.

Brugman benadrukt dat geopolitiek

vandaag de dag een versneller is van verduurzaming. 'Waar we voorheen vooral investeerden vanuit klimaatdoelen, komt daar nu een nieuw motief bij: energiezekerheid. Dat besef kan de transitie juist in een stroomversnelling brengen.' Sytske Groenewald vult aan dat vooral circulaire bedrijven het momenteel zwaar hebben. 'Ze moeten fors investeren in nieuwe technologieën en kunnen moeilijk concurreren met goedkope, niet-duurzame producten. Daardoor blijft investeringskapitaal vaak uit. Terwijl juist die bedrijven de sleutel in handen hebben om onze economie structureel te veranderen.'

Kiezen in een snel veranderend landschap

Terwijl het gesprek onder leiding van dagvoorzitter Alfred Kool verdergaat, verschuift de aandacht van urgentie naar uitvoering. De panelleden benadrukken dat de praktijk vaak grilliger is dan beleid of modellen doen vermoeden. Iedere investering vraagt om een afweging: hoe volwassen is de technologie, hoe snel groeit de markt, en sluit de regelgeving daar al voldoende op aan? Precies daarom wint samenwerking aan betekenis. Door inzichten en ervaringen te bundelen, ontstaat eerder zicht op welke oplossingen echt kunnen opschalen en welke nog verdere uitwerking nodig hebben. Die gedeelde kennis helpt fondsen om beter onderbouwde keuzes te maken in een snel veranderend landschap.

Krispijn Bertoen ziet dat investeringen in industriële verduurzaming de grootste hefboom bieden. 'We moeten interventies financieren die niet alleen lokaal verschil maken, maar wereldwijd effect hebben. Denk aan innovaties die industriële processen minder vervuilen. Als zulke oplossingen opschaalbaar zijn, vergroten ze hun impact exponentieel.'

Vanuit de zaal komt de vraag of de markt een 'marktmeester' nodig heeft – een overheid die richting geeft. Brugman is daar helder over. 'De overheid heeft de afgelopen jaren geen consistent langetermijnbeleid gevoerd. In tien jaar tijd hadden we meer demissionaire dan zittende kabinetten. Dat ondermijnt de voorspelbaarheid waar investeerders behoefte aan hebben. We hebben een overheid nodig die duidelijke regels stelt waaraan alle marktpartijen zich >



VOORZITTER

Alfred Kool

Niet-Uitvoerend Bestuurslid,
ABP



Krispijn Bertoen

Head of Responsible Investment,
MN



Nick Brugman

Head of Sales,
ASN Impact Investors



Sytske Groenewald

Head of Impact Investing NL,
Cardano

‘Door onderzoeksresultaten te delen, kunnen we elkaars werk versterken en wordt het investeren in kleinere, impactvolle investeringen wél mogelijk.’

kunnen houden. En liefst in Europees verband, want de transitie stopt niet bij de grens.’

Ook Bertoen pleit voor meer samenhang tussen overheid en markt. ‘De overheid verwacht veel van pensioenfondsen, maar begrijpt vaak onvoldoende hoe investeringsbeslissingen tot stand komen. We spreken onvoldoende dezelfde taal. Dat zie je ook bij thema’s als defensie: er wordt gevraagd te investeren, maar zonder stabiele regelgeving en langlopende overheidscontracten met defensiebedrijven is dat niet realistisch. We hebben een nieuwe gemeenschappelijke taal nodig tussen overheid, asset owners en asset managers. Anders blijven we hangen in semantische discussies en komen we niet tot oplossingen.’

Kool vat het treffend samen: ‘Politieke kleurveranderingen en kortetermijnhorizon maken het voor pensioenfondsen moeilijk om consistent te blijven investeren. Maar we kunnen het ons niet permitteren om af te wachten, we moeten in beweging blijven.’

Samenwerking noodzakelijk

De volgende vraag roept brede herkenning op: is samenwerking tussen pensioenfondsen nodig om de markt voor circulaire en klimaatneutrale investeringen te vergroten? ‘Maar ik zou de vraag willen omdraaien,’ zegt Bertoen. ‘Welke vormen van samenwerking zien we al, en waarvan willen we er meer?’ Groenewald komt met twee praktische suggesties. ‘Ten eerste: deel kennis en onderzoek. Pensioenfondsen kunnen hun impact vergroten door meer gezamenlijk op te trekken, bijvoorbeeld bij het due diligenceproces. ‘Door gebruik te maken van elkaars expertise kunnen pensioenfondsen efficiënter investeren in kleinere, meer impactvolle fondsen die anders te tijdsintensief zouden zijn. Door onderzoeksresultaten te delen, kunnen we elkaars werk versterken en wordt het investeren in kleinere, impactvolle

investeringen wél mogelijk. Ten tweede: werk met gezamenlijke mandaten. Kleine fondsen kunnen zo hun allocaties bundelen en gezamenlijk investeren.’ Dat vergt tijd en afstemming, maar vergroot de slagkracht en verlaagt de kosten, benadrukt Groenewald. Er zijn inspirerende voorbeelden, vervolgt ze. ‘Kijk bijvoorbeeld eens naar Christian Brothers Investment Services, kortweg CBIS, een investeringsvehikel dat door katholieke gemeenschappen is opgericht. Zij beleggen mission aligned, delen risico’s en vergroten samen hun impact.’

Ook Brugman noemt de praktijk het bewijs dat het werkt. ‘Er zijn in Nederland al kleine impactmanagers die concrete investeringen doen in de energietransitie. Daar kunnen pensioenfondsen met kleinere allocaties prima aan meedoen. Door de due diligence-inspanningen van grotere partijen te gebruiken, kunnen kleinere fondsen meeliften en toch bijdragen aan schaalbare projecten. Dat verlaagt drempels en versnelt de kapitaalstroom richting circulaire initiatieven.’ Bertoen bevestigt dat zo’n eerste stap cruciaal is. ‘Iemand moet het voortouw nemen om een propositie helemaal op orde te krijgen voor institutionele beleggers. Dat kost tijd en veel werk, maar als het staat, kunnen anderen instappen als cornerstone investeerders. Zo bouw je samen aan nieuwe markten.’ Belangrijk is daarbij volgens Bertoen om bij je identiteit te blijven. ‘Kijk als pensioenfonds goed naar de thema’s waar je écht verschil kunt maken. Zo bouw je geloofwaardig impactbeleid én trek je anderen mee.’

Samen optrekken, maar vanuit eigen kracht

In de zaal ontstaat vervolgens een discussie over de vraag hoe samenwerking tussen pensioenfondsen nu precies vorm moet krijgen. Daarbij leeft de misvatting dat samenwerking alleen werkt als fondsen compromissen sluiten op hun eigen beleggingsidentiteit. Bertoen corrigeert dat beeld. ‘Juist het tegenovergestelde is waar. Als één fonds een specifiek impactthema kiest dat goed past bij zijn identiteit, kan het de rol van voortrekker nemen: een propositie volledig in control krijgen, de due diligence uitwerken en het voorwerk doen dat anderen later helpt in te stappen. Daardoor kunnen andere fondsen op een rijdende trein springen en profiteren van de inzichten, het onderzoek en de lessen die al

‘Kijk als pensioenfonds goed naar de thema’s waar je écht verschil kunt maken. Zo bouw je geloofwaardig impactbeleid én trek je anderen mee.’

zijn opgedaan. Dat versnelt kennisdeling én samenwerking in de hele sector.' Ook bij informatie-uitwisseling geldt volgens hem dat er meer mogelijk is dan vaak wordt gedacht. 'We delen niet zomaar volledige due-diligencerapporten vanwege vertrouwelijkheid, al kan dat in sommige gevallen wel. Er is wel een informele uitwisseling van inzichten: over risico's, eerste bevindingen en operationele lessen. Die kennisdeling schept vertrouwen en helpt de sector sneller vooruit.'

Groenewald benadrukt dat samenwerking ook een signaalfunctie heeft richting de politiek. 'Wanneer pensioenfondsen gezamenlijk optrekken, neemt de overheid ze serieuzer. Een verenigde sector krijgt eerder gehoor dan één enkele partij die iets probeert los te krijgen. Bovendien geeft het de deelnemers meer zekerheid dat er stabiele, langetermijnbeslissingen worden genomen die aansluiten bij maatschappelijk beleid.' Kool vat het samen: 'Vertrouwen ontstaat niet uit regels, maar uit samenwerking. Als de sector elkaar openlijker informeert, volgt de overheid vanzelf.'

Twijfelaars meekrijgen

Kool legt vervolgens de vraag op tafel hoe pensioenfondsen die nog twijfelen over impactbeleggen kunnen worden overgehaald. 'Resultaten spreken het luidst,' reageert Groenewald. 'Maar daarnaast is kennisdeling cruciaal. Fondsen die al ervaring hebben met impact kunnen andere fondsen helpen hun beleid te versterken. Dat verhoogt het vertrouwen. Niet alleen tussen fondsen, maar ook bij deelnemers. Mensen willen weten dat hun pensioen wordt belegd in iets dat zowel rendeert als bijdraagt aan een leefbare toekomst.'

Bertoen wijst op het belang van communicatie richting de achterban. 'Het gesprek met deelnemers is op zich al ingewikkeld genoeg. Toch moeten we dat zo veel mogelijk voeren. Focusgroepen met deelnemers leveren waardevolle inzichten op. Mensen waarderen transparantie, ook als het gaat om de dilemma's. Dat vergroot de steun voor impactbeleggen.' Een zaalparticipant merkt op dat pensioenfondsen hun maatschappelijke license to operate niet mogen onderschatten. 'Als we laten zien dat rendement en verantwoordelijkheid samengaan, winnen we het vertrouwen dat we nodig hebben om de transitie te financieren.'

'We hebben een overheid nodig die duidelijke regels stelt waaraan alle marktpartijen zich kunnen houden. En liefst in Europees verband, want de transitie stopt niet bij de grens.'

Impactgericht investeren in decarbonisatie

Als afronding komt een laatste vraag uit de zaal: wat betekent het concreet om te investeren in decarbonisatie? Bertoen legt uit dat het draait om technologie die industriële processen helpt verduurzamen. 'Onze pensioenfondsklanten investeren bijvoorbeeld veel in de technologie die de uitstoot structureel vermindert. Dat is de kern van de impactinvesteren: bedrijven helpen van A naar Beter, in plaats van ze uit te sluiten. Alleen door bedrijven te begeleiden in hun transitie realiseren we echte emissiereductie.' Kool concludeert: 'Impact zit niet in wat je uitsluit, maar in wat je mogelijk maakt. En samenwerking bepaalt het verschil tussen intentie en resultaat.'

De discussie maakt duidelijk dat de markt voor circulaire en klimaatneutrale investeringen zich razendsnel ontwikkelt, maar dat samenwerking en consistentie nog te wensen overlaten. De inhoudelijke accenten verschillen – van het waarom van de transitie tot het hoe van samenwerking en uitvoering – maar de onderliggende overtuiging wordt breed gedeeld: pensioenfondsen zijn niet alleen kapitaalverschaffers, maar ook richtinggevers in de economie van morgen. Door kennis te delen, risico's te bundelen en duidelijke keuzes te maken, kunnen zij de transitie versnellen. Niet ondanks, maar dankzij hun schaal. Steeds duidelijker wordt daarbij dat de grote stappen niet ontstaan uit individuele initiatieven, maar uit afgestemde keuzes en langdurige gezamenlijke inzet. Impact, zo blijkt, is geen modewoord maar een gezamenlijke opdracht. Eén die begint bij vertrouwen, wordt gedragen door samenwerking en die op de lange termijn zijn waarde bewijst voor klimaat, economie en samenleving. ■

IN HET KORT

De energietransitie draait niet alleen om duurzaamheid, maar ook om energiezekerheid en strategische noodzaak.

Consistent overheidsbeleid, kennisdeling en samenwerking zijn cruciaal om investeringen op te schalen.

Circulaire en industriële verduurzamingsbedrijven hebben kapitaal en gezamenlijke due diligence nodig.

Pensioenfondsen kunnen impact vergroten via gezamenlijke mandaten en door elkaars voorwerk te gebruiken.

Resultaten, transparantie en goede communicatie vergroten draagvlak bij deelnemers.

Echte impact ontstaat door bedrijven te begeleiden in hun transitie, niet door uitsluiting.

Bewust kiezen voor duurzame waardecreatie

Van institutionele beleggers wordt vaak gedacht dat ze pas in beweging komen wanneer regelgeving hen daartoe dwingt. Maar volgens Paul van Stiphout en Timothy Prescott van vermogensbeheerder Bouwinvest is dat een achterhaald beeld. Duurzaamheid en klimaatadaptatie zijn geen idealistische toevoegingen, maar een integraal onderdeel van risicobeheer en een bron van rendement.

Door Harry Geels

Vinden jullie dat institutionele beleggers klimaatverandering ‘vrijwillig’ zouden moeten meenemen, en niet pas wanneer ze daartoe gedwongen worden via wet- en regelgeving?

Timothy Prescott: ‘Wij beschouwen klimaatverandering als een onlosmakelijk onderdeel van beleggen in vastgoed. We zijn daarbij politiek neutraal en kijken vanuit onze datagedreven aanpak naar feiten en fysica. Wijzigende klimaatpatronen en de gevolgen voor de economische realiteit zijn wat ons betreft afdoende wetenschappelijk onderbouwd. Dit zal zich vroeg of laat vertalen in de waardering van vastgoed. Temperatuurstijging, veranderende neerslagpatronen, bodemdaling, hittestress en risico’s op overstroming hebben invloed op onderhoudskosten, huurwaarde, verzekerbaarheid en restwaarde, al dan niet via wet- en regelgeving. Daar komen de transitierisico’s nog bij. Als je wacht tot de grote, zichtbare gevolgen zich daadwerkelijk aandienen, is het te laat. Sterker nog: daarmee lopen beleggers kansen op outperformance mis. De essentie is anticiperen. Wat ons betreft is dit simpelweg deel van onze fiduciare taak.’

Paul van Stiphout: ‘Daar sluit ik mij volledig bij aan. We spiegelen ons nadrukkelijk aan de CRREM-pathways (Carbon Risk Real Estate Monitor). Deze geven inzicht in

welke CO₂-reductie noodzakelijk is om vastgoed binnen de toekomstige emissie-reductiedoelen economisch leefbaar te houden. Maar het blijft een balanceeract. Wie te snel vooruit wil lopen op het pad, loopt het risico te overinvesteren, dus extra uitgaven te doen voordat de markt die meerinvesteringen daadwerkelijk waardeert of terugbetaalt. Maar wie te weinig of te laat investeert, loopt juist het risico achter te blijven en onderweg geconfronteerd te worden met afwaarderingen, hogere exploitatiekosten of lagere verhuurbaarheid. Interessant is dat we steeds meer zicht krijgen op de ‘wet van de afnemende marginale meeropbrengsten’ bij verduurzamingsmaatregelen. Een woning van een D-label naar een B-label brengen, levert vaak meer waardegroei en risicoreductie op dan een woning die al A-gelabeld is nog verder optillen naar een A++-label. De waarde van duurzaamheid wordt dus steeds scherper zichtbaar, maar het vraagt wel om genuanceerde en datagedreven besluitvorming.’

Prescott: ‘In een markt waarvan we weten dat deze structureel verandert door klimaat- en transitierisico’s, is terugkijken onvoldoende. Vastgoed is tenslotte een goed dat ‘vast’ staat: je kunt het niet verplaatsen naar een plek met minder fysiek klimaatrisico. Daarom kan een belegger die vooruit kan en durft te kijken – dus verder dan de huidige set transacties – juist waarde toevoegen: minder risico, meer rendement. ESG is daarom bij ons niet iets dat op een aparte stafafdeling gebeurt. Het is een integraal onderdeel van ons portefeuillebeheer, waarbij wij met voorspellende modellen vooruit proberen te kijken.’

Van Stiphout: ‘Ernest Hemingway schreef eens: ‘How did you go bankrupt? Gradually, then suddenly.’ Dat is precies wat hier speelt. Klimaatrisico’s stapelen zich geleidelijk op en worden dan opeens zichtbaar. Wie wacht, is te laat. Daarom analyseren we jaarlijks de opbrengsten en effecten van investeringen in verduurzaming, om te zien waar de meeropbrengsten daadwerkelijk liggen. Daarbij speelt ook de discussie over de ‘brown discount’ versus de ‘green premium’: worden slecht geïsoleerde woningen nu al zichtbaar afgewaardeerd, of krijgen duurzame woningen een premie? Die vraag is momenteel lastig exact te beantwoorden, mede omdat in de residentiële markt ook andere factoren spelen, zoals een structureel woningtekort. Maar dat kan in de toekomst kantelen, want de signalen zijn er, en daarom moeten we het monitoren.’

‘Klimaatrisico’s stapelen zich geleidelijk op en worden dan opeens zichtbaar. Wie wacht, is te laat.’

Jullie positioneren klimaat-adaptatie dus niet als idealisme, maar als risicobeheersing. Hoe leg je dat uit aan investeerders die anders denken?

Prescott: 'Wij begrijpen heel goed dat investeerders aandacht hebben voor de klimaatrisico's waarmee onze samenleving wordt geconfronteerd. We zijn als mensheid tenslotte kwetsbaarder dan we soms willen erkennen. Het goede nieuws is dat er voor onze situatie geen ideologische grondslag nodig is. Tien jaar na het tekenen van het Klimaatakkoord van Parijs lijkt het er desondanks op dat we meer dan 2 graden opwarming tegemoet zien. Elke extra tiende graad opwarming veroorzaakt meer economische schade dan de vorige. Voor een langetermijnbelegger als wij is de businesscase voor decarbonisatie dan ook glashelder. Dat uitgangspunt hebben wij vastgelegd in onze ESG Investment Belief. Daarin stellen we dat er op onze beleggingstermijn een marktcorrectie voor CO₂ zal plaatsvinden: de uitstoot is simpelweg nog niet goed ingeprijsd in vastgoedwaarderingen, en dat gaat veranderen. De toekomst laat zich niet uitstellen.'

Van Stiphout: 'We willen geen impact maken omwille van de impact zelf. Impact en waarde gaan hand in hand, mits je het systematisch en datagedreven benadert. We actualiseren onze data-analyses continu. Een ander punt: alles wat we nu aankopen moet klimaatadaptief zijn. Dat wil zeggen: het moet in staat zijn zich aan te passen aan toekomstige klimaatomstandigheden en technologische of energie-infrastructuurontwikkelingen. Dat is voor ons een basisvoorwaarde.'

Hoe beheersen jullie klimaatrisico's in de praktijk? Zien jullie dat terug in concrete investeringsbeslissingen?

Van Stiphout: 'Bij ons wordt elke portefeuille onderworpen aan een uitgebreide risico-inventarisatie. Eerst analyseren we de brutorisico's, zoals mogelijke blootstelling aan overstromingen, verzakkingen, hittestress of bodemdaling. Daarna kijken we naar objectspecifieke risico's, zoals de aanwezigheid en kwaliteit van waterkeringen, de bodemsoort of de hoedanigheid van de gebouwschil. Dat resulteert per woning in een klimaatadaptatie-risicopercentage. We zien dat hoge percentages in Nederland redelijk geconcentreerd zijn in bepaalde risicocategorieën. Vervolgens doen we kansberekeningen over de verwachte beleggingshorizon. Zo kunnen we bepalen

hoeveel totaalrisico we bereid zijn te accepteren.'

Wat betekent de toegenomen waardetoerekening in taxaties van duurzaamheid voor investeringsbeslissingen?

Prescott: 'We zien deze ontwikkeling als een bevestiging van onze ESG Investment Belief: duurzaamheid is een integraal onderdeel van risicobeheer én een bron van rendement, en dit zal in de toekomst alleen maar toenemen. We weten dat met elke tiende graad extra opwarming de impact op de economische realiteit alleen maar meer toeneemt, dus de waarschijnlijkheid van een CO₂-correctie neemt alleen maar toe. Wie CO₂ negeert, belegt tegen de klok in.'

Van Stiphout: 'We moeten onderscheid maken tussen nieuwe aankopen en bestaande woningen. Alles wat we nieuw aankopen, zal waarschijnlijk binnen het CRREM-pad vallen en dus heel lang geen of totaal geen 'stranded asset' worden. Voor bestaande woningen moeten we telkens opnieuw beoordelen of het verstandig is om het te behouden, bij te investeren of te verkopen. Daarbij blijft de eerdergenoemde wet van de afnemende marginale meeropbrengsten ten aanzien van de waarde van verduurzaming relevant. Verder is de totale verduurzaming van de woningvoorraad in Nederland mede afhankelijk van de verduurzaming van het energienet. Wij sluiten waar mogelijk aan bij duurzame energiebronnen, maar dat moet ook technisch en infrastructuurmatig mogelijk blijven.'

Vooruitkijkend naar 2030: wat vraagt dit van institutionele beleggers en vermogensbeheerders?

Van Stiphout: 'We zien de brown discounts nu materialiseren. Voor green premiums zien we dit momenteel minder terug. Daar willen we goed de vinger aan de pols houden om maximaal de investeringen te kunnen doen waarvan we denken dat ze bijdragen aan outperformance op onze lange termijn.'

Prescott: 'De wereld verandert steeds sneller en is volatieler. Dat vraagt om goed vooruit kunnen kijken vanuit voorspellende datagedreven analyses enerzijds en een koersvaste benadering vanuit onze investeringsvisie anderzijds. Wij beleggen op de lange termijn en moeten ons niet laten afleiden door de waan van het jaar.' ■



Paul van Stiphout

Fund Manager Residential Investments, Bouwinvest



Timothy Prescott

Manager ESG, Bouwinvest

IN HET KORT

Duurzaamheid en klimaatadaptatie zijn geen idealisme, maar onderdeel van risicobeheer en een bron van rendement.

Klimaatrisico's beïnvloeden waardering, verhuurbaarheid, verzekeraarbaarheid en kosten. Anticiperen voorkomt afwaarderingen.

CRREM-pathways en datagedreven analyses sturen investeringen en voorkomen stranded assets.

Verduurzamen kent afnemende marginale meeropbrengsten. Keuzes vragen om nuance.

De markt corrigeert CO₂ nog onvoldoende, maar dat gaat veranderen.

Brown discounts nemen toe, green premiums volgen mogelijk later.

Duurzame energie-voorziening biedt kansen voor institutionele beleggers

De Nederlandse energiemarkt is bezig met een fundamentele overgang van fossiele naar hernieuwbare energie. Deze ontwikkeling creëert kansen voor institutionele beleggers op een aantrekkelijk rendement én de mogelijkheid om actief bij te dragen aan de versnelling van de energietransitie.

Door Matthijs van der Vaart en René Kroes

In Nederland worden fossiele energiebronnen steeds meer vervangen door hernieuwbare alternatieven. Deze omslag gaat gepaard met een forse stijging van de elektriciteitsvraag, die naar verwachting met een factor 2,5 tot 3,5 zal toenemen richting 2050¹ door elektrificatie van mobiliteit, verwarming en industriële processen. Daarnaast zorgen AI en datacenters voor extra groei in de energievraag. Deze snelle ontwikkeling legt druk op het bestaande

elektriciteitsnet, waardoor netcongestie steeds vaker optreedt. Het verzwaren van de infrastructuur van het energienetwerk vergt jaren, waardoor batterijopslag kan helpen vraag en aanbod sneller weer beter in balans te brengen.

De totale investeringsopgave voor de energietransitie wordt geraamd op ruim € 350 miljard tot 2050². Voor institutionele beleggers betekent dit niet alleen de kans om impact te maken door de energietransitie te versnellen, maar ook om te profiteren van een aantrekkelijk rendement van investeringen in zonne- en windenergie en batterijopslag. Binnen deze investeringscategorie bestaan verschillen tussen de subsegmenten: zon kent uitdagingen, wind biedt stabiliteit, en de markt voor batterijen brengt nieuwe kansen.

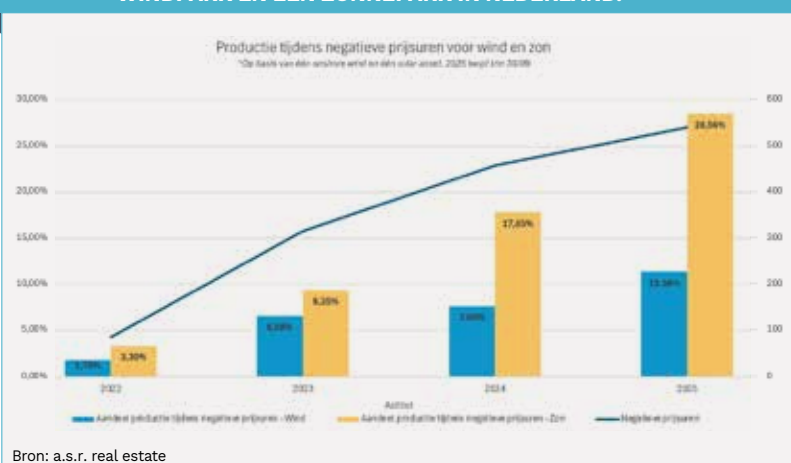
Zonne-energie kent uitdagingen: netcongestie en negatieve prijsuren

Nederland heeft het grootste aantal zonnepanelen per inwoner in Europa. De technologie is bewezen betrouwbaar en de jaarlijkse instraling is goed voorspelbaar, wat lange tijd zorgde voor stabiele investeringskansen en een snelle groei van zonne-energie in Nederland.

Deze snelle groei brengt nieuwe uitdagingen met zich mee. De energieproductie van zon is beperkt: opwekking concentreert zich vooral in de middaguren en de lente- en zomermaanden. Dit leidt tot piekproductie op momenten van lage vraag. Wanneer deze energieproductie wordt aangeboden aan het net, worden hiervoor negatieve prijzen in rekening gebracht. In dit geval spreekt men van negatieve prijsuren. Waar in 2022 nog 83 negatieve prijsuren werden geregistreerd, liep dit op tot 546 tot en met oktober 2025. Uit een analyse van a.s.r. real estate blijkt dat zonneparken tijdens deze negatieve prijsuren meer dan 28% van hun totale productie leverden in 2025. Naar verwachting neemt dit aandeel richting 2030 toe door de groei in zonne- en windparken, wat de opbrengsten uit energieopwekking onder druk zet.

De SDE-subsidieregeling biedt bescherming tegen negatieve prijzen. Bij het verkrijgen van een SDE-subsidie voor een wind- of zonnepark geeft de overheid een elektriciteitsprijs af die het park minimaal ontvangt per megawattuur (MWh). Als de elektriciteitsprijs onder het afgegeven tarief ligt, vult de subsidie het verschil per MWh aan. Daarbij geldt een uitzondering voor wanneer

FIGUUR 1: ANALYSE NEGATIEVE PRIJSUREN VAN ÉÉN WINDPARK EN ÉÉN ZONNEPARK IN NEDERLAND.



prijzen negatief zijn. Bij een subsidie verkregen vóór 2016 wordt alle productie vergoed. Bij een subsidie verkregen tussen 2016 en 2022 wordt bij meer dan zes uur aaneengesloten negatieve prijzen geen subsidie uitgegeven voor het volume geproduceerd in die uren. Bij een verkregen subsidie vanaf 2023 is dit al na een uur negatieve prijzen het geval. Dit betekent dat bij recentere projecten negatieve prijzen een grotere impact hebben op het rendement.

Zonne-energie vraagt om integratie met wind en batterij

Zonne-energie als belegging is het meest waardevol in combinatie met wind of met batterijen in een hybride project. De productieprofielen van zon en wind zijn complementair aan elkaar, waardoor netwerkinfrastructuur van een hybride park efficiënt kan worden benut. Bovendien is een combinatie met batterijopslag een waardevolle toevoeging om de energie op te slaan wanneer de prijzen negatief zijn. Zo behoudt zonne-energie zijn rol binnen een duurzame energiemix. Gezien de uitdagingen voor zonne-energie in Nederland liggen de meeste kansen voor beleggers in wind-energie en batterijen.

Windenergie als stabiele pijler binnen een volwassen investingsmarkt

Het grootste aandeel duurzame energie in Nederland komt van windenergie. Windenergie ondervindt relatief weinig last van negatieve prijsvorming doordat het energieproductieprofiel van windparken gelijkmatiger is verdeeld: de opwekking is verspreid over dag en nacht en over de verschillende seizoenen. Dit maakt wind tot een stabiele bron in de energiemix en hierdoor is de impact van prijschommelingen beperkt. Dit effect is ook te zien in Figuur 1.

De Nederlandse overheid heeft plannen om windparken een nog grotere rol te laten spelen in de energietransitie. Volgens de beleidsdoelstellingen zal 75% van de Nederlandse energiemix in 2060 bestaan uit windenergie³, afkomstig van zowel onshore- als grootschalige offshoreprojecten. Deze ambitieuze plannen creëren grote investeringskansen, nu en voor de lange termijn.

Batterijen als toevoeging in het energiesysteem

De snelle groei van wind- en zonne-energie biedt kansen voor batterijopslag om bij te dragen aan het efficiënter afstemmen van vraag en aanbod. Energieopslag biedt beleggers een interessante investerings-

mogelijkheid in het snelst groeiende segment binnen de energietransitie. Rabo Research verwacht een enorme groei van 0,35 GW nu naar 5 GW in 2030⁴.

Investerings in batterijopslag worden momenteel gekenmerkt door een inkomstenmodel dat afhankelijk is van marktprijzen. Door de onbalans op het elektriciteitsnet en de toename van negatieve prijsuren ontstaat de mogelijkheid om aantrekkelijke rendementen te realiseren. Tegelijkertijd kunnen deze handelsinkomsten ook voor een relatief volatiel inkomstenpatroon zorgen.

Langzamerhand ontstaan er contractvormen met (gedeeltelijke) vaste prijzen, waardoor prijsrisico's worden beperkt. Voorbeelden hiervan zijn tolling- en floor-pricecontracten. Bij een tollingcontract betaalt een derde partij tegen een vaste vergoeding voor het gebruik van de batterijcapaciteit. Floor-pricecontracten bieden een gegarandeerde minimale opbrengst, waarbij een eventueel voordeel bij gunstige marktcondities wordt gedeeld.

De verwachting is dat beleggers vooral tot 2030 kunnen profiteren van hoge marktprijzen voor batterijopslag door onbalans en negatieve prijsuren van zonne- en windenergie. Vanaf 2030 wordt verwacht dat het verdienmodel voor batterijen verschuift naar steeds meer vaste prijsafspraken, wat zal leiden tot stabiliteit en risicobeperking.

Investeringskansen in de Nederlandse hernieuwbare energiemarkt

De Nederlandse energietransitie biedt beleggers een kans om impact te maken en een aantrekkelijk rendement te realiseren. Wind is een stabiele pijler in een volwassen markt, zonne-energie vraagt om selectiviteit en combinaties met opslag, terwijl batterijen zich ontwikkelen tot een snel groeiend segment met toenemende mogelijkheden voor stabiliteit in nieuwe contractvormen.

De snel veranderende energiemarkt vraagt om een actieve monitoring van trends, regelgeving en technologische ontwikkelingen. Een gedisciplineerde, selectieve investeringsstrategie blijft daarom cruciaal. ■



Matthijs van der Vaart

Fund Manager, ASR Dutch Green Energy Fund



René Kroes

Portfolio Manager, ASR Dutch Green Energy Fund

IN HET KORT

De Nederlandse energietransitie zorgt voor een enorme investeringsopgave.

Deze opgave biedt kansen voor een aantrekkelijk rendement en om lokaal impact te maken.

Investerings in windenergie bieden stabiliteit, zonne-energie vraagt om selectiviteit, en de markt voor batterijen brengt nieuwe kansen voor beleggers.

1 Netbeheer Nederland, 2025
2 Netbeheer Nederland, 2024
3 Aurora Research, 2025
4 Rabo Research, 2025

Investors are returning to the shops

European retail is back on investors' radar. Tighter supply, stronger consumer spending and attractive yields are creating opportunities – in particular across retail parks, high streets and food retail.

By Ian Jones

What is happening in the European retail sector?

There are a number of factors at play, but in short, we see retail appearing on more and more investors' shopping lists. The first point to make regarding retail's resurgence is the changed European retail footprint (Figure 1). Over the past decade or so, the sector has been reorganised and now presents a tighter, more balanced market. Redundant space has been repurposed – many department stores and shopping centres have been reborn as mixed-use office and residential schemes for example – while new development has largely evaporated.

We also see improved tenant affordability. The past few years have seen a general resetting of rents throughout the European retail landscape. These corrected rents have improved tenant affordability and in turn now underpin a more sustainable leasing environment for the future.

And on the consumer side the economic outlook for spending also looks stronger across the continent. Oxford Economics forecasts European consumer spending to grow by 1.7% per year over the next five years, outpacing the 2000–2024 average of 1.3%. Real wage growth should also continue to underpin demand and confidence, maintaining the sector's momentum.

From a returns perspective, the numbers suggest that retail may be a bargain. According to the MSCI European Quarterly Index, retail delivered annual total returns just shy of those from the industrial and logistics sector in Q2 2025 and ahead of residential and offices. Retail parks in particular led the charge driven by strong income yields.

How easy is it for retailers to find quality space?

One way to look at this is around supply constraints. Take space under construction. New development activity in the retail space has been incredibly low since 2020 (Figure 2), and high construction and financing costs make a resurgence in new supply unlikely.

So, with a lack of new space, retailers are obliged to look at what is available now, and generally speaking, much of this needs adjustment to adequately serve the modern retailer and the modern consumer. We're talking about warehouse space, click and collect functionality, energy efficiency to help with overheads, space fit for experience-based retailing, and even electric vehicle charging. These factors are putting pressure on retailers to find and secure the right space when it's available.

Where do you see retail opportunities across Europe?

Obviously retail is heterogeneous and investors should take care to understand what opportunities are available across retail's sub-sectors.

FIGURE 1: EUROPEAN RETAIL FOOTPRINT



Sources: Euromonitor, Oxford Economics, Savills IM (Aug 2025)

FIGURE 2: RETAIL COMPLETIONS & DEVELOPMENT EXPENDITURE



Sources: PMA, MSCI, Savills IM (Aug 2025)

‘Over the past decade or so the retail sector has been reorganised and now presents a tighter, more balanced market.’

Retail Parks

We see more investors interested in retail park opportunities. Consumers continue to value the convenience of out-of-town shopping experiences, so retail park space can be a key element of an omni-channel strategy and click-and-collect services, while embracing mixed-use elements – for example cafes, gyms and hospitality spots – can increase dwell time and footfall at site. That said, when it comes to retail parks, investors must consider the leasing profile, anchor tenant tenacity, retail offer mix, catchment and competition.

High Street

The truly prime high street is perhaps a little shorter than it was five years ago. Retailers have been through a period of evaluating their space needs, and across Europe we typically see retailers having fewer stores in city centres or moving to high street areas with higher footfall. Now top European high streets are seeing increasing footfall figures and rental growth. Couple this with the limited space for new development in these areas and we see fundamentals supporting resilient income. That's why many investors are now revisiting the high street. Following this period of change and value adjustment, yields in certain pockets of prime high streets are looking appealing.

Food Retail

For food retail, brick-and-mortar space remains the clear number one sales channel. While online grocery sales are growing, retailer omni-channel strategies are still centred on physical stores.

Demand for space in the sector is robust with construction costs high and planning law generally restrictive – in Germany, France and the Netherlands for example. The longer leases available in the sector are particularly attractive to long-term investors, with typically CPI-linked agreements augmenting income from high quality covenants.

What's next for the brick & mortar and e-commerce dynamic?

Online shopping will continue to grow, but most of the retail spend still happens in-store. The take-up of online shopping also varies across Europe. The UK sees relatively high e-commerce sales as a proportion of all retail sales (roughly 27%) when compared to other European countries and the EU average (roughly 11%). European countries may move closer to the UK level over time, but physical retail has evolved to live alongside and complement online shopping.

As discussed, retailers across Europe have

generally shrunk their footprint over the past 10 years as they have sought to optimise their store networks amid increasing e-commerce usage. But not only are many retailers now leaner, they are more sophisticated in how they use e-commerce and brick-and-mortar together.

Retailers are increasingly finding ways for the two channels to complement each other, rather than viewing e-commerce as a substitute to in-store.

What does ESG mean to the retail sector?

Retailers have seen their energy bills increase over the last few years and that has placed a real focus on a building's energy efficiency and methods of reducing consumption. As is the general trend with ESG and real estate, it can often be a proxy for quality. A retail space that 'does ESG well' is likely to appeal to higher quality tenants and generate more stable income.

Aside from the obvious environmental considerations, social initiatives are intrinsically linked to retail real estate. Most sites employ locally and engage with the local community through events and giveback schemes. We see fantastic social initiatives taking place throughout our retail AuM with examples in Poland and the Netherlands.

And underpinning the ESG approach of retail real estate is the asset management strategy. High-quality retail assets do not stay high-quality unless there is an active asset management approach, and ESG is a core part of this. ■



Ian Jones

Fund Director,
Savills Investment Management

SUMMARY

The European retail sector has been transformed: less redundant space, minimal new development, and improved tenant affordability.

Consumer spending is set to grow 1.7% annually, boosting retail momentum.

Retail returns can rival industrial and outperform residential and offices.

Supply constraints push retailers to secure adaptable, efficient spaces.

Opportunities are seen in retail parks, prime high streets and food retail.

Physical stores remain central despite e-commerce growth.

ESG and active asset management are key value drivers.

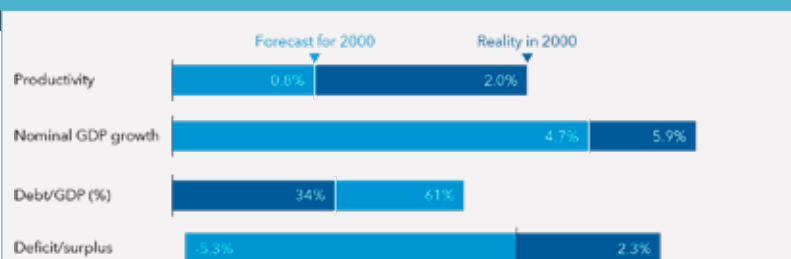
The Great Global Restructuring: 4 drivers of change

A restructuring of the world order is changing how we work and invest. As new technologies reshape industries, and countries rethink how they trade and manage money, what are the challenges and opportunities investors face?

By Capital Group

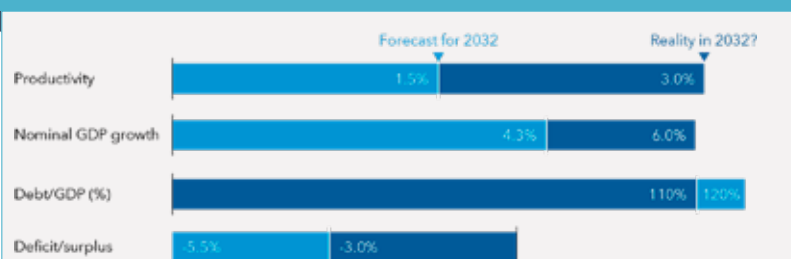
The world is entering an era marked by heightened geopolitical risk, growing trade and policy uncertainty, and diminishing consensus on multilateral, rules-based institutions. Understanding how these different forces interconnect, and what the outcomes could mean for investors, has never been more important. Capital Group has gathered views from their equity and fixed income investment professionals, macroeconomists, and political economists to try to make sense of various parameters. Four drivers of change are highlighted here, representing just a few among many.

FIGURE 1: PC FORECASTS IN 1993



Past results are not a guarantee of future results. Forecasts for illustrative purposes only. As at June 2025. Sources: Philip Laffont, CBO, OMB, Capital Group

FIGURE 2: AI FORECASTS IN 2025



Past results are not a guarantee of future results. Forecasts for illustrative purposes only. As at June 2025. Sources: Philip Laffont, CBO, OMB, Capital Group

For the full report, please scan the QR code at the end of this article.

1) AI-driven productivity gains

Artificial intelligence (AI) has the potential to become transformative, reshaping industries and redefining productivity. But are we underestimating the long-term gains? Early estimates for the personal computer (PC) revolution were modest compared to the results that ultimately materialised. Similarly, the full extent of AI's benefits may only become clear over time.

How these gains are distributed globally will be critical. Will AI provide a broad-based boost to productivity, or will it only serve as a strategic advantage concentrated in certain countries? The most successful at harnessing the productivity gains from AI and other tech will define the ultimate winners.

What to watch:

- As with any new technology, there is a huge opportunity to invest in the companies that install the capacity to implement and power AI. At some stage that may pivot to the companies that actually use AI. History warns us that the market transition can be a painful dislocation.
- Technology, particularly AI, is displacing labour at an unprecedented rate, risking massive disruption of the labour, and therefore consumer markets. Whether or not this eventuates will depend on the rate of investment into new AI-enabled jobs. Investors should watch investment rates carefully.

2) Trade and investment flows

Historical attempts to address US trade imbalances have largely fallen short, often weakening the dollar while prompting structural reforms abroad. Today's rebalancing efforts are already reshaping global capital flows.

In the short term, repatriation of portfolio investments has sparked regional equity rallies. Longer term, foreign direct investment (FDI) may be driven by geopolitical alignment rather than economic rationale, fostering deeper ties among non-US economies and potentially redrawing the global investment map.

What to watch:

- Amid the policy-driven news flow, what trade routes and trade agreements are strengthening? The broadening of supply chains beyond China could benefit a

range of economies across Southeast Asia, Latin America, Europe and India.

- Countries with large pools of savings invested abroad could find more opportunities to invest domestically. Taiwan and Germany have already shown evidence of this. Who else could follow?
- Europe's increased fiscal stimulus is aimed at driving higher growth from domestic consumption, rather than exports. Greater economic and strategic autonomy could make Europe more resilient, particularly if investments spur innovation, are geographically spread, and spill over into other industries like finance and energy.

3) Debt sustainability and the US dollar

Projections for US debt-to-GDP are contingent on a range of assumptions with even small deviations materially altering forecasts. Investors should keep an eye on the policy levers that could be implemented, including investments in digital infrastructure and AI adoption to boost productivity, forward guidance or quantitative easing to anchor long-term interest rates, and capital expenditure in strategic sectors to support long-term growth.

Depreciation in the US dollar may reflect a discount due to concerns over US fiscal sustainability, central bank independence, and policy unpredictability. However, the structural foundations of its dominance – liquidity, trust, and institutional depth – continue to anchor investor behaviour.

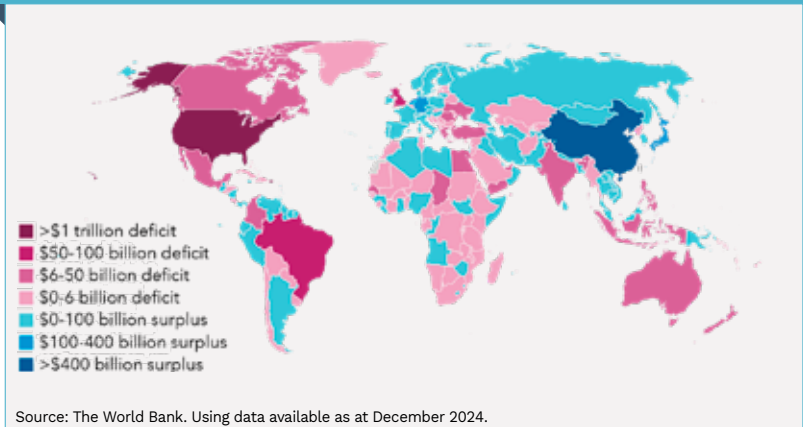
What to watch:

- While central banks are gradually diversifying reserves and the dollar index has weakened, investor behaviour towards broader US assets remains stable. Equity markets are at all-time highs and spreads are tight. Watch for shifts in Treasury term premia and cross-currency basis spreads as early indicators of structural demand change.
- Dollar-denominated issuance still dominates global credit markets, anchoring investor allocations. The lack of scalable substitutes, whether in euro sovereigns, renminbi assets, or gold, suggests continued reliance on US fixed income despite US macro risks.

4) Unlocking shareholder value in a changing regulatory landscape

The US has set the benchmark in corporate governance, offering investors legal clarity, shareholder empowerment, and deep, liquid

FIGURE 3: GLOBAL CURRENT ACCOUNT BALANCES



capital markets. But as certain elements evolve, can the US maintain this competitive edge? While strategic alignment has gained prominence, support for environmental and social proposals has declined. Lessons from past lapses highlight the US system's resilience and its ability to restore investor confidence.

Strong alignment between management and shareholders remains a core strength of US assets. Yet global peers are catching up. Japan and Korea are proving that governance can be a source of competitive advantage, and a driver of equity returns.

What to watch:

- Reform momentum: track the pace and depth of governance reforms, which may unlock value in markets historically discounted for governance risk.
- Signals of governance deterioration: be alert to signs of weakening standards, which could warrant a more cautious stance in affected markets.
- Sustained US leadership: monitor how the US balances its traditional strengths with evolving expectations around transparency, accountability, and stakeholder engagement. ■

Scan to read
the full report:



Disclaimer

FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY
Marketing communication

This communication is of a general nature, and not intended to provide investment, tax or other advice, or to be a solicitation to buy or sell any securities. All information is as at the date indicated and attributed to Capital Group unless otherwise stated. While Capital Group uses reasonable efforts to obtain information from third-party sources that it believes to be accurate, this cannot be guaranteed.

This communication is issued by Capital International Management Company Sàrl (CIMC), unless otherwise stated, which is regulated by the Luxembourg CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier.

All Capital Group trademarks are owned by The Capital Group Companies, Inc. or an affiliated company. All other company names mentioned are the property of their respective companies.
© 2025 Capital Group. All rights reserved.

SUMMARY

A global restructuring is underway, driven by AI, shifting trade flows, debt dynamics and a changing regulatory landscape. Investors must navigate a more fragmented, volatile investment landscape.

AI could redefine productivity, but its benefits may be unevenly distributed across countries.

Geopolitical realignment is reshaping trade and investment flows, influencing capital markets and redrawing the global investment map.

US debt sustainability and dollar dominance are under scrutiny, though structural trust remains.

Corporate governance is evolving globally, with Japan and Korea challenging US leadership, creating new opportunities to unlock shareholder value.

Common myths and misconceptions about asset-based finance busted

There has been considerable focus among investors on asset-based finance (ABF) for several reasons. Yet despite its increasing popularity, ABF is often misunderstood. This article aims to dispel some of the most common myths and misconceptions that may be preventing investors from exploring the asset class.

By Phil Michels

Myth 1: Asset-based finance is complicated

At its core, ABF is quite simple: it is any lending outside of the traditional corporate and commercial real estate markets. Often secured by hard assets as collateral, it provides crucial funding across the global economy through residential mortgage credit, consumer credit, and non-consumer lending.

Most ABF assets have existed in public markets and on bank balance sheets for decades. However, regulatory restrictions stemming from the global financial crisis (GFC) have limited banks' ability to deploy

capital and hold these loans on their balance sheets. As a result, these ABF assets are migrating away from the banking sector and into the hands of private lenders, like the trend that impacted corporate direct lending about 10 years ago.

ABF loans are essentially private fixed income assets. ABF is a 'high barrier to entry' sector. Relationships with strong external partners to source and access origination at scale are essential, as well as a long history of detailed loan-level underwriting, analytics, and downside risk management.

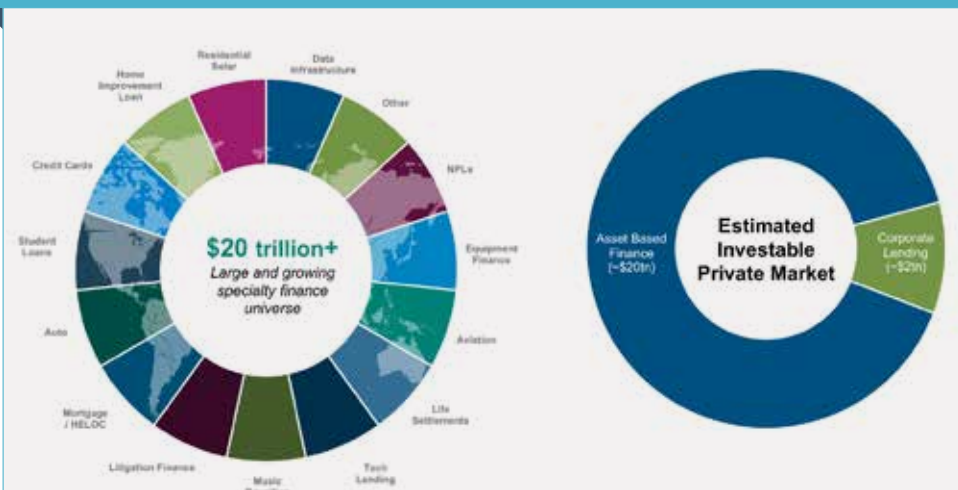
Myth 2: The asset-based finance market is small and limited

The ABF market encompasses a wide range of borrowers and collateral types. Since the GFC, the market has grown significantly, reaching an estimated \$ 20 trillion¹ in the US, with a substantial portion being investable by private market investors.

The ABF market is broad, established and growing. The ABF market in the US is about four times the size of the US and European leveraged finance and private corporate direct lending markets. The figure includes total outstanding asset-backed credit and comprises both public securities (held by banks, originators, lenders) and private loan pools (held by investors like asset managers).

Of the \$ 20 trillion, approximately \$ 12-\$ 13 trillion are in residential mortgages, \$ 3-\$ 4

FIGURE 1: THE ABF MARKET IS VAST AND DIVERSIFIED



Bron: PIMCO, Bloomberg, Lincoln International, Pitchbook. As of February 2025.

‘While ABL and corporate direct lending differ in structure, neither is categorically riskier. Rather, each presents distinct risks and opportunities.’

trillion in consumer credit (student loans, credit cards, auto loans), and \$ 3-\$ 4 trillion in other asset-backed categories (equipment leasing, aviation finance, et cetera). We estimate that about \$ 6 trillion of the total ABF market is investable by private market participants, like the proportion of corporate direct lending in relation to leveraged finance markets (direct lending, high yield, bank loans).

While banks remain active players, regulatory changes have contributed a steady migration of financing activity into a newer ecosystem of non-bank lenders and specialty finance platforms operating in the private credit markets. We believe this is a persistent long-term change that may likely fuel opportunities for private lenders for decades to come.

Myth 3: Asset-based finance is riskier than corporate direct lending

Many ABF investments are high-quality bank balance sheet assets that are now migrating into the hands of private lenders. Not because banks no longer want to hold this credit, but because they simply cannot for regulatory and accounting reasons. While ABL and corporate direct lending differ in structure, neither is categorically riskier. Rather, each presents distinct risks and opportunities.

The hard asset-backed nature of ABF markets tends to lead to lower credit spreads versus private corporate markets that fund highly levered corporate balance sheets. In fact, we believe ABF and corporate direct lending can serve as complementary strategies, offering differentiated risk and return profiles that may enhance portfolio diversification across three key dimensions:

- **Borrower type**
ABL generally involves exposure to a broad range of borrower types, including consumers, homeowners, and lessees of specialized assets such as aircraft. These borrower bases are distinct from traditional corporate entities and may offer access to diversified, high-quality asset-backed exposures.
- **Cash flow profile**
Unlike many corporate direct lending investments, ABF generally involves exposure to a broad range of borrower types, including consumers, both principal and interest. This self-liquidating profile can support ongoing de-risking as principal is repaid over time.
- **Collateral structure**
ABF often has hard collateral pledged to the credit agreement to offer lenders additional potential structural protections. Collateral types can range anywhere from single-family homes to aircraft to financial guarantees.

Based on historical data and current valuations, we believe that private ABF portfolios can generate higher returns than corporate direct lending funds. We also estimate that ABF has lower economic volatility and is less procyclical than leveraged direct lending or equity markets.

The potential diversification benefits within the asset class, as compared to other assets, make ABF a valuable addition, not only for private market portfolios, but also for multi-asset portfolios. Strategically incorporating ABF allows investors to thoughtfully increase their private credit allocations while potentially enhancing risk-adjusted returns at the total portfolio level. ■

¹ Size of ABF private market is PIMCO's estimates. We estimate that approx. 25% of the \$20T ABF opportunity set will be addressable by private capital.

Disclaimer

For professional investor use only
Per the information available to us you fulfill the requirements to be classified as professional clients as defined in the MiFID II Directive 2014/65/EU Annex II Handbook. Please inform us if otherwise. The services and products described in this communication are only available to professional clients as defined in the MiFID II Directive 2014/65/EU Annex II Handbook and its implementation of local rules and as defined in the Financial Conduct Authority's Handbook. This communication is not a public offer and individual investors should not rely on this document. Opinion and estimates offered constitute our judgment and are subject to change without notice, as are statements of financial market trends, which are based on current market conditions. We believe the information provided here is reliable, but do not warrant its accuracy or completeness.
PIMCO Europe GmbH (Company No. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Germany).
©2025, PIMCO. All rights reserved.
CMR2025-2810-4944201



Phil Michels

Executive Vice President,
Head of Benelux Global Wealth
Management, PIMCO

SUMMARY

ABF is straightforward lending backed by hard assets, long established in public markets, and now shifting from banks to private lenders due to post-GFC regulation.

The ABF market is vast (≈ \$ 20 trillion in the US) and highly diversified, with around \$ 6 trillion investable for private markets.

ABF is not inherently riskier than corporate direct lending. Hard collateral, self-liquidating cash flows and broad borrower bases offer distinct, often more stable risk-return profiles.

Quantitative precision: unlocking Europe's alpha potential

Europe's diversity, fragmentation, and slower price discovery enable abundant yet elusive alpha potential. Quantitative strategies can systematically capitalize on these market inefficiencies, turning complexity into consistent, scalable outperformance.

By Hania Schmidt

Europe's equity markets are a compelling, often overlooked source of alpha. Their diversity, fragmentation, and lower informational coverage create inefficiencies, from complex stock relationships to slower price discovery, offering abundant opportunity for active, systematic investors.

Diversity and heterogeneity

Europe presents a vast and profoundly heterogeneous landscape, operating as a complex amalgamation of diverse equity markets, often working both collaboratively and independently. Europe spans over 50 countries, with more than 24 official languages, varied regulations and policy priorities, a wide divergence in economic conditions – from growth to price levels – and a relatively complex central banking system consisting of the ECB along national central banks. The MSCI Europe Index

composition reflects the market's diversity, with lower concentration and greater balance across country and sector levels compared to US indices.

Informational coverage inefficiencies

Information in Europe is scarcer, more dispersed, and slower to diffuse than in the US. This is evidenced by lower analyst and news coverage, with a market cap-weighted average of 25 analysts per stock in Europe versus 41 in the US¹ (as of December 31, 2024), and 14 average articles tagged per stock in Europe versus 36 in the US (as of December 31, 2024). Coverage varies widely by country and is more evenly spread across sectors in Europe, while US media attention concentrates in IT and communication services. The higher informational scarcity, dispersion and sparsity in Europe create market

inefficiencies, potentially causing valuable information to be priced in more slowly.

Complexity and fragmentation, to price discovery

European equity ownership is highly fragmented and less domestically oriented compared to the US, with only 58% of European equities owned locally, compared to 82% in the US, and ownership varying widely by country from 65% in Norway to 23% in Portugal, further complicating the price discovery mechanism. Economic linkages among European stocks also showcase remarkable complexity: unlike the US, where stocks within specific sectors often show similar return profiles, Europe exhibits greater dispersion of excess return patterns, even within sectors. A German auto parts manufacturer, for example, can be driven by factors in France, Italy, Spain, and China, as much as by domestic dynamics. This intricate web of relationships makes it challenging to capture opportunities swiftly and dynamically before they erode, particularly using traditional stock analysis alone.

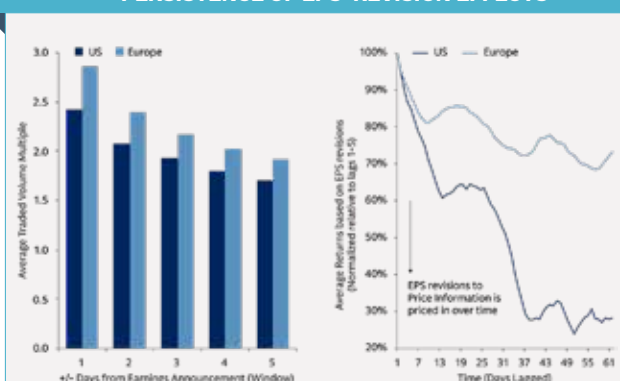
Slower information diffusion

These inefficiencies lead to information travelling more slowly in Europe, sustaining pricing anomalies longer. Momentum signals have historically shown stronger and more persistent efficacy in Europe compared to the US. Trading activity in Europe spikes more around earnings announcements, suggesting greater informational value concentrated in formal disclosures, and the market's reaction to sell-side earnings per share estimate revisions also decays more slowly: after 63 days, the average daily realized excess return attributable to such revisions remains at about 73% of its initial five-day impact in Europe, versus falling to 28% in the US. Together, these features point to a less efficient mechanism and a longer window to exploit informational edges.

Unlocking the alpha paradox with quantitative precision

Because of these dynamics, Europe offers rich alpha potential, yet extracting it can be difficult for traditional approaches. The region's breadth and heterogeneity raise coverage challenges –

FIGURE 1: EARNINGS-RELATED TRADING ACTIVITY AND PERSISTENCE OF EPS-REVISION EFFECTS



Source: Goldman Sachs Asset Management, 1. Data from 01/01/2020 through 31/03/2025, covering earnings ending 2024, based on data availability. 2. Data from 01/01/2006 to 16/09/2025.

complex, non-intuitive drivers of returns are hard to synthesize by human judgment alone – and slower, discretionary processes may miss fleeting inefficiencies.

Considering all investment approaches, active managers in Europe have a higher outperformance success rate compared to US counterparts, with 69% of active Europe managers achieving positive excess returns of 0.82% on average over the last 10 years, compared to only 42% of US managers with an average underperformance of -0.41% (ending 30/06/2025). However, positive performance has been skewed toward more data-driven approaches, with quantitative strategies historically outperforming fundamental approaches across various time horizons, thereby underscoring the efficacy of these methods in such a complex market.

Turning complexity into a systematic advantage

In our view, the effectiveness of quantitative approaches stems from several key advantages that structurally align with the region's alpha dynamics:

- **Panoramic insight:** Systematic methods cover the full European equity universe, overcoming sparse and uneven information.
- **Augmented perception:** Advanced analytics and machine learning may help reveal higher-dimensional patterns and non-obvious correlations that humans may miss.
- **Unified, scalable process:** Fragmented signals are consolidated into a single, consistent framework that unifies and scales across countries, sectors, and other less-intuitive market segments, along which insights might otherwise remain disparate.
- **Dynamism:** The ability to react swiftly to new data is crucial for capitalizing on temporary informational asymmetries, enabled with automated data ingestion, modelling, and execution that can timely action on opportunities before they dissipate.

By integrating these capabilities, quantitative investors can identify and exploit subtle inefficiencies and structural dynamics more consistently, translating Europe's informational lag and fragmented structure

into repeatable, scalable alpha. Systematic approaches function as precision tools, efficiently drilling through noise and heterogeneity to surface actionable signals across the region.

Capitalizing on an evolving landscape

Europe's equity market presents compelling opportunities for alpha potential generation through fragmentation, complexities and inefficiencies, which we believe quantitative strategies are well positioned to transform into competitive advantages. This inherent alpha potential is now significantly bolstered by important drivers of beta returns, from ambitious fiscal initiatives, such as Germany's proposed € 500 billion infrastructure fund and rising defense spending across the continent, to reindustrialization efforts creating emerging opportunities in sectors like industrials, energy, and infrastructure.

In our view, the confluence of these macro tailwinds with Europe's structural alpha characteristics strengthens the case for allocating to systematic European equity strategies today, in particular, through systematic, data driven strategies, which we believe to be well positioned to identify and capture evolving sources of differentiated returns. ■

1 Source: Goldman Sachs Asset Management, MSCI, Bloomberg (Analysts), Dow Jones (News).

Disclaimer

This is a marketing communication. Capital is at risk. Views and opinions expressed are for informational purposes only and do not constitute a recommendation by Goldman Sachs Asset Management to buy, sell, or hold any security. Views and opinions are current as of the date of this presentation and may be subject to change, they should not be construed as investment advice.
472428-OTU-2411703
© 2025 Goldman Sachs. All rights reserved.



Hania Schmidt

Global Co-Head of Client Portfolio Management, Quantitative Investment Strategies, Goldman Sachs Asset Management

SUMMARY

Europe's diversity and fragmentation along lower and dispersed informational coverage create high market inefficiencies, from complex stock price relationships to slower price discovery, enabling relatively abundant alpha potential.

The factors that contribute to Europe's alpha potential also bring challenges for certain investment approaches.

Quantitative strategies are best placed to overcome these by processing sparse and complex information dynamically and at scale, transforming Europe's complexity into a systematic advantage.

FIGURE 2: QUANTITATIVE STRATEGIES' HISTORICAL OUTPERFORMANCE



Source: Goldman Sachs Asset Management, eVestment, as of 30/06/2025. Data retrieved on 21/07/2025, base currency. Under primary investment approach, only passive, quantitative and fundamental strategies are used. Primary universe: All Europe Equity. The average annualized excess returns computed separately for passive, fundamental and quantitative managers. Figures are arithmetic averages for those groups.

Six reasons to invest in emerging markets

Emerging market assets are rallying on a weaker dollar and growth upgrades, with equities set for their best year in years. Yet valuations remain compellingly undervalued.

By Denis Cole, Jeffrey Young, Sara Moreno and Albert Kwok

Emerging markets (EM) are showing renewed resilience, supported by easing inflation and structural reforms that foster investment-led growth. The IMF has raised its outlook for EM and developing economies to 4.1% this year and expects growth to outpace developed markets (DM). Crucially, the EM-DM growth differential is widening again, expected to exceed 2%: a threshold historically linked to outperformance of EM debt (EMD) over DM credit.

Institutional strengthening is enhancing policy credibility and sovereign

resilience, reflected in recent credit rating upgrades, even as some DM economies face challenges. While not all EMs are improving – China's growth is slowing, some countries still run wide fiscal deficits, and geopolitics remain a source of dispersion – the quality of growth is improving. It is less credit-fuelled and increasingly driven by exports and investment.

Central banks and finance ministries are gravitating towards orthodox policies, adopting inflation-targeting frameworks, fiscal rules, and medium-term debt

strategies. These measures create a more predictable policy mix and support domestic stability, reinforcing confidence in EM fundamentals.

Attractive yields

The fixed income backdrop remains broadly supportive, particularly for EMD. All-in yields are historically high, and while spreads are near the tighter end of their range, they still offer relative value compared to other fixed income sectors. In a stable growth environment and with the Fed beginning to cut rates, spreads are likely to remain range-bound or tighten modestly. High carry alone can absorb up to 100 basis points of spread widening without impacting core rates.

Fundamentals underpin this stability. EM sovereigns have shifted from pandemic-era stimulus to fiscal consolidation, narrowing deficits through tax and subsidy reforms. Central banks acted early to combat inflation, pushing inflation-adjusted interest rates into positive territory and anchoring expectations. As disinflation progresses, interest burdens are likely to ease as growth becomes more durable. External positions have improved, with stronger current accounts, rising

foreign exchange reserves, and reduced reliance on foreign currency debt. Longer-term, yield-to-worst dynamics remain the best predictor of total returns. After bond yields surged in 2021–2022, higher yields are once again delivering higher returns. Sovereigns have smoothed amortisation profiles, bolstered quasi-sovereign balance sheets, and tapped IMF or multilateral programs to lock in reforms. EM corporates also look resilient, with high-yield defaults expected to stay within the historical average of 1.5–3%. While tariff risks linger, supply chain realignment and inventory adjustments have mitigated much of the impact, though margin pressures warrant monitoring.

Weaker dollar

The Fed's rate cuts to address labour market weakness are likely to cap further US dollar strength. Historically, a weaker dollar benefits EM assets, given the strong inverse correlation between the trade-weighted dollar and EM/DM relative performance. Exports have surged to record highs in South Korea and Taiwan, and the current 15-year cycle of dollar strength may have peaked.

'Emerging markets are showing renewed resilience, supported by easing inflation and structural reforms that foster investment-led growth.'

FIGURE 1: EM-DM GROWTH DIFFERENTIAL APPEARS SKEWED TO WIDEN



Sources: Growth data IMF as of August 2025. Returns data Bloomberg as of September 30, 2025. The forecasts begin September 30, 2025. The forecasts presented herein are for informational purposes. There can be no assurance that these forecasts will be achieved.

A softer dollar eases EM debt burdens – most of which are dollar-denominated – creating room for fiscal expansion. Monetary easing by other major central banks adds further support to EM growth and stability. High carry alone makes EM currencies attractive relative to low-yielding DM peers, and as US growth slows, the dollar's cyclical behaviour should limit EM currency downside during shocks while enhancing their appeal amid improving global risk sentiment.

Local borrowing

EMs are reducing reliance on US exports and increasing intra-EM trade, aided by new agreements across Asia and renewed BRIC collaboration. This trend is most evident in local debt markets, where EMs are shifting towards domestic issuance and away from hard currency borrowing. Domestic debt now exceeds 20% of GDP in many lower-income countries – double the level of the early 1990s – reflecting stronger institutions, rising incomes, and deeper financial markets.

Greater domestic ownership of local currency debt reduces sensitivity to global

shocks. An IMF analysis shows that in a risk-off scenario, local currency yield spreads rise by 19 basis points, but higher domestic bank ownership can cut that to 11 basis points. Increased non-bank financial institutions' ownership also plays a stabilising role. This structural shift creates new opportunities in both local and hard currency EM markets.

Robust equities

EM equities have rallied for nine consecutive months, buoyed by strong earnings, AI optimism, and robust foreign inflows. EM corporate earnings are expected to grow strongly in 2026, with tech-heavy markets like South Korea, Taiwan, and China benefiting from AI-driven demand.

Structural trends amplify this momentum. EM consumers' embrace of digital platforms has enabled companies to leapfrog costly physical infrastructure and disrupt traditional players. Fintech and e-commerce are prime examples: large segments of EM populations remain underbanked, creating opportunities for digital-first firms to deliver basic financial services. In

Mexico, for instance, only half of the 90 million eligible adults have access to a bank account – a gap fintechs are rapidly filling. E-commerce platforms have also launched fintech offerings, unlocking new revenue streams adjacent to their core businesses.

Quick commerce is the next evolution of e-commerce, focused on ultra-fast delivery of daily essentials within 10–30 minutes. Driven by urbanisation and consumer demand for convenience, companies are leveraging digital expertise to meet this high-frequency, time-sensitive trend.

AI: a global opportunity

While US firms dominate headlines, AI innovation is global. In early 2025, Chinese startup DeepSeek unveiled its R1 model, which runs on less powerful chips and is highly cost-efficient compared to US competitors. This underscores that AI's next phase – applications rather than capex – will involve players worldwide. China remains deeply invested in AI, developing advanced language models and expanding its ecosystem through hyperscalers like Alibaba and Tencent.

The infrastructure supporting AI is vast and global. Semiconductor manufacturing, critical to AI's backbone, is concentrated in Asia, particularly Taiwan and South Korea. These firms are essential to building out everything from foundries and chip components to cooling systems. As node sizes shrink, complexity rises, expanding the supply chain and reinforcing Asia's strategic role. ■



Denis Cole

Head of Portfolio Specialists,
PGIM Fixed Income



Jeffrey Young

Head of Investment Strategy,
PGIM Quantitative Solutions



Sara Moreno

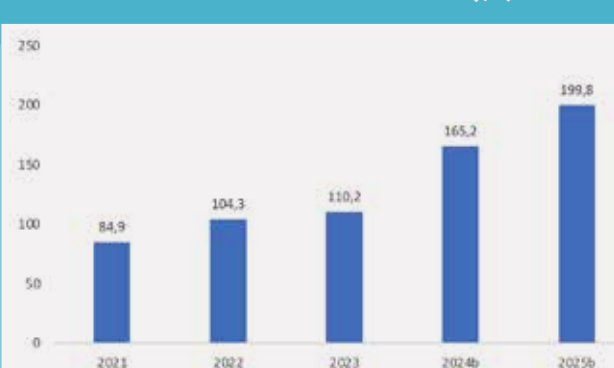
Emerging Markets Equity Portfolio
Manager, Jennison Associates



Albert Kwok

CFA, Emerging Markets
Equity Portfolio Manager,
Jennison Associates

FIGURE 2: BIG TECH CAPITAL EXPENDITURE (\$B)



Source: Bloomberg Intelligence. Note: Analysis includes Amazon Web Services, Microsoft, Google, Oracle, Meta and Apple









Met AI en blockchain op weg naar een nieuwe financiële realiteit

Door Manno van den Berg Fotografie Raphaël Drent



Blockchain en AI zullen het financiële systeem ingrijpend veranderen, met verstrekende gevolgen voor particuliere en institutionele beleggers. Digitale assets zijn in opkomst, tokenisation zal markten veranderen en backoffices van vermogensbeheerders staan aan de vooravond van een AI-revolutie. Hoe snel gaat het, en waar liggen de grenzen?

Acht experts gaven in een door Financial Investigator georganiseerd rondetafelgesprek hun visie over de revolutie die blockchain en AI in de beleggingsindustrie zal ontketen. Hoe zien zij de ontwikkelingen in de toekomst? Wat zien de deelnemers nu al gebeuren? En speelt de sector tijdig in op de kansen en risico's?

Discussieleider Ralph Wessels, Chief Investment Strategist bij ABN AMRO, opende het gesprek met een constatering over de snelheid van de opmars van AI. 'Deze revolutie gaat zo snel, dat velen het tempo niet bijbenen. Weerstand is normaal als verandering sneller gaat dan mensen aankunnen. Voor massale adoptie moeten mensen technologie kunnen vertrouwen. Daar ligt ook een rol voor regulering.'

Centraal in de discussie stond de vraag hoe kunstmatige intelligentie en blockchain elkaar versterken en samen de financiële sector opnieuw zullen vormgeven. De deelnemers deelden verder hun mening over de raakvlakken tussen AI en blockchain, de rol van regulering en de politiek, de achterstand van Europa en de kansen voor beleggers in het nieuwe digitale tijdperk.

Wat is het verband tussen AI en blockchain en waar komen ze samen?

Ruud Smets: 'Nu we het tijdperk van kunstmatige intelligentie ingaan, voorziet blockchain in de noodzakelijke achterliggende infrastructuur. Bijvoorbeeld door het maken van onderscheid tussen mens en machine. AI maakt het immers lastiger om

het verschil te zien tussen menselijke en AI-activiteiten. En wanneer AI-systemen zelf economisch actief worden, is blockchain de rails waarop ze kunnen handelen. Blockchain kan ook het intellectueel eigendom toekennen waarop AI-systemen draaien. En ten slotte vormt het decentrale karakter van blockchain-netwerken een essentiële tegenkracht tegen de centraliserende macht van grote AI-platformen.'

Pim Swart: 'Blockchain kan de transparante en verifieerbare vangrails leveren voor AI: het biedt een betrouwbare infrastructuur. Het vormt inderdaad een tegengewicht voor de centraliserende kracht van AI, wat op termijn ook commercieel waardevol kan worden. Denk aan decentrale netwerken die allerlei resources voor AI, zoals data en hardware, beschikbaar kunnen maken zonder een tussenpersoon, of bijvoorbeeld aan micropayments tussen AI-agenten.'

Hoe integreren institutionele beleggers AI en blockchain, en welke toepassingen zijn veelbelovend?

Han Dieperink: 'Wij gebruiken AI vooral om onze software en netwerken te optimaliseren. Wat vroeger maanden kostte, gebeurt nu in dagen. AI ondersteunt ook data-analyse en aandelenselectie, al blijven de resultaten daar wisselend. Aan de klantzijde kan AI de administratie automatiseren – notities, samenvattingen en input voor klantbezoeken – zodat adviseurs zich echt op de relatie met de klant kunnen richten.'

Patrick Lemmens: 'Iedereen wil AI gebruiken, maar succes hangt af van de kwaliteit en toegankelijkheid van data. Ik denk dat we dit jaar hebben gezien dat IT-infrastructuurbedrijven moeite hadden hun omzet te verhogen. Ze behalen minder omzetgroei omdat veel bedrijven nog bezig zijn uit te zoeken wat ze precies met AI willen doen. Veel ondernemingen zijn nog aan het experimenteren.'

Axel Maier: 'We zien een 'pilot project paradox': veel bedrijven starten kleine AI-pilots in beleggingsprocessen, research of in reporting, maar die stranden zonder overkoepelende visie vanuit het senior management. Zonder die richting blijft gebruik van AI gefragmenteerd. Vermogensbeheerders gebruiken het wel voor mass personalisation, maar zonder strategisch plan stokt de voortgang.'

Voorzitter:

Ralph Wessels
Chief Investment Strategist,
ABN AMRO Bank

Deelnemers:

Han Dieperink
Auréus
Ruud Hendriks
Startupbootcamp & The
Innoleaps Group
Patrick Lemmens
Robeco
Axel Maier
MDOTM
Stefan Singor
a.s.r. vermogensbeheer
Ruud Smets
Theta Blockchain Ventures
Pim Swart
Maven 11
Frans Verhaar,
bfinance



VOORZITTER

Ralph Wessels

Ralph Wessels is Chief Investment Strategy bij ABN AMRO, waar hij sinds 2011 werkzaam is. Hij is medeverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en de communicatie daarvan naar cliënten. Regelmatig deelt hij zijn inzichten via RTL Z, het FD en BNR Nieuwsradio. Sinds 2017 volgt hij actief de ontwikkelingen in de cryptowereld. Hij begon zijn loopbaan bij Robeco en studeerde Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



Han
Dieperink

Han Dieperink is een ervaren investment professional met meer dan 30 jaar expertise in vermogensbeheer, als Chief Investment Officer bij Auréus (2020-heden), Rabobank (2009-2019) en Schretlen & Co (1995-2009). Daarnaast is hij eigenaar van HD Capital & Advisory, columnist, en adviseur bij verschillende financiële organisaties.



Ruud
Hendriks

Ruud Hendriks is een veelzijdige ondernemer met een rijke achtergrond in startups, innovatie en media. Hij vervult belangrijke functies binnen Startup-bootcamp en de Innoleaps Group, heeft een breed scala aan adviserende posities en geeft veel internationale spreekbeurten, waaronder zijn jaarlijkse voorspelling over de komende 18 maanden in de tech-industrie: The State of Tech.



Patrick
Lemmens

Patrick Lemmens is Lead Portfolio Manager en lid van het Thematic Investing-team van Robeco, waar hij sinds 2008 werkt. Hij richt zich op financiële instellingen en fintech. Hij begon zijn carrière in de beleggingswereld in 1993. Lemmens heeft een Master in Bedrijfseconomie van de Erasmus Universiteit Rotterdam en is gecertificeerd Europees financieel analist.



Axel
Maier

Axel Maier is Partner en Global Head of Business Development bij MDOTM Ltd, een aanbieder van door AI aangedreven beleggingsoplossingen. Met ruim 30 jaar ervaring in asset management heeft hij leidinggevende functies vervuld bij onder andere Macquarie Investment Management en Wellington Management. Hij heeft uitgebreide bestuurservaring in diverse markten en expertise op het gebied van business development, team-opbouw en overnames.



Stefan
Singor

Stefan Singor is een kwantitatieve beleggingsstrateeg met een PhD in Financiële Wiskunde en 15 jaar ervaring in ALM voor verzekeraars. Hij is gespecialiseerd in onder andere strategische asset allocatie, hedging-strategieën en scenarioanalyse. Binnen het InnovatieLab van a.s.r. vermogensbeheer draagt hij senior-verantwoordelijkheid voor het toepassen van AI en data science ter verbetering van beleggingsbeslissingen.



Ruud
Smets

Ruud Smets is Managing Partner en CIO bij Theta Capital Management, investeerder in blockchain venture capital. Met master diploma's in informatietechnologie en beleggingstheorie, combineert Smets financieel inzicht met blockchain-expertise.



Pim
Swart

Pim Swart is Associate Partner bij venture capital fonds en vermogensbeheerder Maven 11. Sinds 2016 is hij actief in de cryptosector. In 2020 onderzocht hij hoe arbitrage en markt-microstructuur zich ontwikkelen binnen blockchainnetwerken tijdens zijn MSc in Science and Business Management aan de Universiteit Utrecht. Binnen Maven 11 richt hij zich op innovatieve investeringen in digitale financiële infrastructuur.



Frans
Verhaar

Frans Verhaar studeerde Bedrijfskunde en is sinds 2007 werkzaam bij bfinance, een internationaal adviesbureau gespecialiseerd in beleggingsvraagstukken voor institutionele beleggers. Verhaar is onder andere zeer ervaren op het gebied van alternatieve beleggingen, financieel risicomanagement, beleggingsanalyse en financiële data-wetenschap.

‘Big Tech domineert omdat het drie schaarse middelen controleert: talent, data, en hardware.’

Stefan Singer: ‘Wij benaderen AI strategisch en koppelen het aan onze kerndoelstellingen: kostenefficiëntie, buy-out proposities, balansbeheer en steeds vaker ook ESG. Een prioriteit is machine learning, met neural networks en predictive models om variabelen, zoals inflatie, te voorspellen die beleggingsbeslissingen beïnvloeden. Een andere is reinforcement learning, waarmee we traditionele optimalisatiemodellen zoals Markowitz en Black-Litterman met meer data en nauwkeurigere kalibratie kunnen verbeteren. Generative AI is eveneens een prioriteit: van interne chatbots tot opkomende agentic AI-systemen. Het idee dat agents autonoom AI-modellen kunnen bouwen en verfijnen is zowel spannend als transforme- rend voor de asset management-industrie.’

Onderzoek van MIT stelt dat slechts 5% van AI-toepassingen in bedrijven winstgevend is, vooral omdat men niet weet hoe men ze effectief moet toepassen.

Maier: ‘Dat klopt. Ons onderzoek met EY toont dat geïsoleerde pilots zelden opschalen. Succesvolle bedrijven formuleren eerst een ‘North Star’ voor AI, beginnen klein, en bouwen daarna stapsgewijs uit. Zodra AI repetitief werk overneemt en mensen zich kunnen richten op de interpretatie, stijgen productiviteit en winstgevendheid.’

Ruud Hendriks: ‘Dat cijfer van 5% herken ik totaal niet. Mijn productiviteit is enorm gestegen: AI beantwoordt het grootste deel van mijn e-mails en WhatsApp-berichten.’

Dieperink: ‘Zodra iets gratis wordt – zoals e-mails in plaats van brieven – is verdere productiviteitsgroei moeilijk te meten. Dat geldt ook voor AI: de impact is echt, maar verschijnt pas later in de statistieken. Iemand vervangen door een AI-machine is geen productiviteitsverhoging, maar dat zie je pas als mensen meer of beter werk doen mét AI.’

Singer: ‘Het gaat niet alleen om efficiëntie, ook de kwaliteit verbetert. Ik vertrouw chatbots nu bijvoorbeeld meer dan mijn eigen vertaalvaardigheden.’

Smets: ‘Het is interessant dat we vooral over AI praten. Blockchain is een ander type technologie: geen efficiëntietool maar een nieuwe decentrale laag aan infrastructuur, van de grond af opgebouwd door startups. Het zal veel centrale systemen volledig

‘De productiviteitswinst lijkt nu nog klein, maar over tien of vijftien jaar is de impact enorm. De risico’s zijn echter net zo groot.’

vervangen. Waarom zou je bijvoorbeeld 10% betalen aan Western Union als je geld direct over het internet kunt versturen, onmiddellijk, 24/7, en voor een paar cent.’

Dieperink: ‘Als beleggers focussen we vooral op de frontoffice. De echte blockchain-impact ligt in de backoffice, in tokenised securities en transactieverwerking.’

Maier: ‘AI leert en neemt beslissingen, blockchain registreert en verifieert. De combinatie kan transparantie en governance in asset management herdefiniëren. Blockchain waarborgt datakwaliteit – cruciaal voor AI-modellen – en creëert systemen die zowel intelligent als betrouwbaar zijn. Zodra ondernemingen op de AI-trein springen, kunnen ze het gebruik van blockchain eigenlijk niet meer vermijden.’

Frans Verhaar: ‘Sinds 2022 zien we een duidelijke versnelling in AI-gebruik bij vermogensbeheerders. Het is niet meer experimenteel, iedereen past het ergens toe: in research, risk, reporting of operations. De vraag is nu of het werkelijk waarde toevoegt of nog vooral marketing is. Aan de aandelenkant bouwen sommige managers volledig AI-gedreven modellen. Anderen gebruiken AI om kwantitatieve modellen te verfijnen en signalen te vinden die oudere modellen missen. In discretionaire strategieën vervangt AI de mens niet, maar versnelt het belangrijke processen, zoals het screenen van aandelen, en het verzamelen van data. Dat bespaart veel tijd. Zo kunnen kleinere teams beter concurreren.’

Hoe zorgt AI voor meer maatwerk richting klanten?

Maier: ‘Het stelt vermogensbeheerders in staat om efficiënt maatwerk te leveren, op een schaal en snelheid die mensen nooit kunnen evenaren. Waar je vroeger vijf portefeuilles aanbood, kan AI dit vertalen naar tienduizenden varianten. AI maakt >

ook sterk gepersonaliseerde rapportages mogelijk: controlled generative AI kan realtime rapporten voor elke klant genereren en de oude kwartaalrapportages vervangen. Als de markt instort, kan AI direct zorgen voor uitleg aan klanten en wat het betekent voor hun portefeuilles.’

Verhaar: ‘Bij institutionele beleggers zien we dat AI bijdraagt aan maatwerk-benchmarks. Aanbieders als MSCI, S&P en Qontigo hebben bijvoorbeeld AI-tools ontwikkeld voor climate-aligned indices. Onder beleggers wordt AI vaak ingezet om portefeuilles af te stemmen op specifieke duurzaamheidsvoorkeuren. Platforms als Clarity AI en MSCI ESG koppelen bedrijfsactiviteiten aan de SDG's. Arabesque zet AI in voor analyse en portefeuillebouw als onderdeel van haar duurzame diensten.’

Wat zijn de belangrijkste risico's van AI op het gebied van technologie, ethiek, regulering en reputatie?

Singor: ‘Technologisch gezien is data-kwaliteit cruciaal. We hebben zelden volledige datasets, alleen steekproeven, wat mogelijk leidt tot biases. Hallucinaties door chatbots zijn een ander groot probleem. Modeluitkomsten zijn onzeker en moeten voorzichtig worden geïnterpreteerd. Vanuit reputatieoogpunt nemen we ESG zeer serieus. Door het hoge energieverbruik kan AI op dat vlak een negatieve impact hebben.’

Maier: ‘Ethiek is essentieel. Ethisch verantwoorde AI begint met explainability. Als je het niet kunt uitleggen, kun je het niet beheersen. Transparantie en het vermijden van het ‘black box’-probleem zijn cruciaal.’

Hendriks: ‘Wat me zorgen baart, is dat mensen exponentiële groei niet begrijpen. De productiviteitswinst lijkt nu nog klein, maar over tien of vijftien jaar is de impact enorm. De risico's zijn echter net zo groot.

Mensen zien me als AI-optimist, maar in potentie is AI even gevaarlijk als de atoombom. Big Tech gebruikt AI niet om de wereld te verbeteren, maar om haar te controleren. Zelfs in de sector zelf weten velen niet precies wat er in hun algoritmen gebeurt. Dat gebrek aan inzicht zou ons zorgen moeten baren.’

Hoe zien jullie de rol van politici bij de toepassing van AI?

Hendriks: ‘In Den Haag ontbreekt elk gevoel van urgentie, terwijl we middenin de grootste revolutie sinds het vuur zitten. Geen enkele onderwijsminister heeft scholen of universiteiten richtlijnen gegeven over hoe om te gaan met AI. Leraren zeggen dat ze zowel tijd als kennis missen om het te onderwijzen.’

Lemmens: ‘Jongere generaties leren zelf, en universiteiten passen zich aan. Maar politiek blijft nodig voor duidelijke regels om mensen te beschermen en misbruik te voorkomen. Niet alleen bij AI, maar ook bij tokenisation en digitale assets. Regulering is essentieel, en overheden lopen inderdaad achter.’

Verhaar: ‘Overheden kunnen drie kanten op: AI beperken, niets doen, of het juist stimuleren. Momenteel weten ze nog niet welke richting te kiezen. De markt zoekt nog uit waar AI de meeste waarde toevoegt. Maar willen we echt dat politici besluiten om het gebruik ervan aan banden te leggen?’

Hendriks: ‘Ik zou al blij zijn met wat urgentie in Den Haag. Nu ontbreekt die volledig. Politici kijken niet verder dan vier jaar vooruit.’

Swart: ‘Eerlijk gezegd hebben we de boot al gemist. Regulering zal altijd achterlopen.’

Hoe kunnen AI-tools ESG-engagement, analyse en klimaatrisico ondersteunen?

Dieperink: ‘AI heeft ESG-analyse al fundamenteel veranderd. Waar bedrijven vroeger jaarlijks vragenlijsten invulden, kunnen we data nu realtime en gedetailleerd volgen via machine reading en news scraping. De uitdaging is dat beschikbaarheid van data beperkt blijft. Ontbreekt er data, dan dreigt greenwashing omdat AI zelf zaken gaat interpreteren. En nu is er ook AI-washing

‘Politiek blijft nodig voor duidelijke regels om mensen te beschermen en misbruik te voorkomen. Niet alleen bij AI, maar ook bij tokenisation en digitale assets.’

door bedrijven die hun AI-capaciteiten overschatten omdat het hun waardering verhoogt.’

Singor: ‘ESG is een van onze kernprincipes en AI speelt daarin een groeiende rol. We werken samen met de Universiteit van Amsterdam op verschillende AI-thema’s, zoals de kwantificering van de daadwerkelijke impact van impact investing. Met de explosie aan beschikbare data helpt AI ons te toetsen of fondsen hun beloftes wel waarmaken. AI helpt ons ook om greenwashing te detecteren door ESG-scores van verschillende aanbieders te vergelijken. En in onze hypotheek- en vastgoedportefeuilles gebruiken we AI om fysieke klimaatrisico’s – van overstroming tot bodemdaling – te beoordelen.’

Hendriks: ‘ESG-rapportage blijft lastig voor kleinere bedrijven, maar duurzaamheid staat centraal in onze beleggingen. Steeds vaker gaan AI en duurzaamheid hand in hand. AI zelf is inderdaad nog weinig duurzaam, maar ik ben optimistisch: uiteindelijk zal AI zelfs helpen zijn eigen processen groener te maken.’

Hoe zal blockchain de financiële markten beïnvloeden qua producten?

Swart: ‘Fundamenteel en op vrijwel alle fronten. Crypto is geworden tot een aanjager van financiële innovaties, waarbij volledig nieuwe financiële primitives ontstaan. De automated market maker (AMM), die het mogelijk maakt om assets zonder tussenpersonen, zoals market makers en exchanges, te verhandelen via een wiskundige curve, was een van de eerste voorbeelden van dit soort crypto-native mechanismen. Uiteindelijk zal crypto een volledig nieuw, permissionless financieel systeem mogelijk maken. En naarmate tokenisation meer traditionele assets on-chain brengt, verbinden we het oude financiële systeem steeds sterker met het nieuwe.’

Smets: ‘Het zal veel van de frictie en ondoorzichtigheid van het oude systeem wegnemen. Blockchain biedt één internet-native infrastructuurlaag waarop financiële producten transparant zijn vastgelegd, eenvoudig met elkaar te combineren en voor iedereen toegankelijk zijn. En dat alles met een ingebouwde naleving van regelgeving.’

‘Waar bedrijven vroeger jaarlijks vragenlijsten invulden, kunnen we data nu realtime en gedetailleerd volgen via machine reading en news scraping.’

Lemmens: ‘Zoals de CEO van Robinhood zei: tokenisation is een goederentrein die niet meer te stoppen is. Het zal het financiële systeem in de komende vijf tot vijftien jaar volledig hervormen. Regulering is cruciaal – zowel om adoptie mogelijk te maken als om misbruik te voorkomen – maar de richting is duidelijk: tokenisation komt eraan en zal de werking van financiële markten fundamenteel veranderen.’

Welk probleem lost blockchain op dat de bestaande infrastructuur niet kan oplossen?

Dieperink: ‘Het kan de administratie in wealth management moderniseren. We gebruiken nog legacy systems en afwikkeling duurt soms dagen. De overstap verloopt traag, maar het potentieel is groot. Een voorbeeld is grensoverschrijdende betalingen. In het verleden probeerde ik voor een klant een paar miljoen euro over te maken voor de aankoop van een jacht in Nieuw-Zeeland: onmogelijk via de traditionele kanalen. Dit lukt met crypto binnen enkele minuten.’

Swart: ‘Precies. Dat heeft ook positieve effecten voor financiële inclusie. In Sub-Saharaans Afrika bijvoorbeeld, sturen mensen vaak geld over landsgrenzen om familie te ondersteunen. Dankzij crypto kan dat nu direct, goedkoop en 24/7, zonder de torenhoge kosten van traditionele betaalverwerkers.’

Smets: ‘Vandaag de dag is vertrouwen duur, omdat het afhankelijk is van centrale tussenpersonen. Dat is precies wat blockchain oplost: vertrouwen is ingebouwd in de infrastructuur zelf, via open-sourcecode, cryptografie en financiële prikkels. Als AI intelligentie tot een commodity maakt, dan maakt blockchain vertrouwen tot een commodity. En daarmee verandert het fundamenteel hoe we zaken doen in het digitale tijdperk.’



Swart: 'Blockchains veranderen geld in software. Het maakt financiële systemen programmeerbaar, controleerbaar en transparant, en verlaagt de cost of trust door het verwijderen van tussenpersonen die waarde afroemen. Het creëert een systeem dat in realtime volledig verifieerbaar is, waarbij het vertrouwen voortkomt uit een perfect betrouwbare code, in plaats van een imperfecte tegenpartij.'

Zijn digitale assets belegbaar? En bieden ze genoeg liquiditeit?

Lemmens: 'Absoluut. De kansen groeien snel. Regulering is hier het kantelpunt geweest: financiële instellingen staan er nu veel opener tegenover omdat de regels duidelijker zijn. In ons fintechfonds is zo'n 8% belegd in digitale assets. Dat aandeel groeit met de komst van nieuwe IPO's, zoals Circle, Figure en Bullish. Waarderingen kunnen wel sterk schommelen – de IPO van Circle steeg 300% binnen enkele weken – maar de markt wordt volwassen.'

Verhaar: 'Voor de meeste pensioenfondsen zijn digitale assets nog niet direct belegbaar. Wel blijkt uit een door ons uitgevoerde enquête onder institutionele beleggers dat bijna iedereen de komende vijf tot tien jaar meer wil alloceren, vooral in de VS. Vandaag is de blootstelling vaak indirect, bijvoorbeeld via beursgenoteerde bedrijven met Bitcoin op de balans.'

Lemmens: 'Pensioenfondsen zijn voorzichtig en sterk gefocust op fixed income. Toch vindt tokenisation ook daar al plaats, bijvoorbeeld in geldmarktfondsen, en dat zal zich verder verspreiden. Op termijn merken beleggers misschien niet eens dat hun beleggingen getokeniseerd zijn, omdat het gewoon de efficiëntste structuur wordt.'

Verhaar: 'Daarom lopen family offices hier voorop. Voormalige ondernemers zijn eerder bereid ietwat te experimenteren, terwijl institutionele beleggers wachten tot de markt mainstream wordt.'

Hendriks: 'Ik ben aandeelhouder in Amdax, de eerste door de AFM vergunde crypto-vermogensbeheerder in Nederland. Het bedrijf biedt een Bitcoin Treasury-strategie waarmee iedereen via een gereguleerd aandeel op Euronext exposure naar Bitcoin kan krijgen. Het is niet getokeniseerd, waardoor beleggers ook zonder crypto-kennis eenvoudig kunnen deelnemen.'

Smets: 'Wat blockchain uniek maakt, is dat beleggers rechtstreeks kunnen investeren in de infrastructuur zelf, in de netwerken, en niet alleen in de bedrijven die daarop bouwen. De waarde komt terecht bij het netwerk zelf, via tokens. Dit is een nieuw paradigma dat tijd kost voor beleggers om te doorgronden. De VS loopt hierin voorop en Amerikaanse endowments investeren hier bijvoorbeeld al volop in.'

Kan crypto helpen de marktmacht van grote AI-spelers als OpenAI, Google en Microsoft te doorbreken?

Swart: 'Big Tech domineert omdat het drie schaarse middelen controleert: talent, data, en hardware. Ze betalen de hoogste salarissen, hebben toegang tot proprietary data door hun posities als marktleider en een technologisch monopolie op hardware en datacenter-infrastructuur. Crypto kan helpen deze concentratie te doorbreken door een user-owned, bottom-up, en incentivized systeem te bouwen. Via netwerken waarin gebruikers hun kennis, data en hardware bijdragen, kan een gedistribueerd alternatief ontstaan. Tokens fungeren daarbij als bootstrapping-mechanisme: ze coördineren bijdragen, waardoor een incentive-gedreven, bottom-up infrastructuur ontstaat, die eigendom is van de gebruikers zelf in plaats van enkele hyperscalers.'

Dieperink: 'Dat klinkt als het SETI@home-programma van de University of California, dat via miljoenen thuiscomputers naar buitenaards leven zocht.'

Swart: 'Die vroege academische experimenten bewezen het concept, maar de huidige technologie maakt het ook commercieel haalbaar. Grote onderzoeksteams, zelfs bij Google en Meta, onderzoeken nu decentralised AI en distributed training.'

Dieperink: 'Maar blijft bandbreedte niet een bottleneck?'

'Als AI intelligentie tot een commodity maakt, dan maakt blockchain vertrouwen tot een commodity.'

Swart: 'Dat was zo, maar onderzoekers lossen dit nu op met verschillende vormen van parallelisation. Over een paar jaar zijn dat soort problemen waarschijnlijk verdwenen.'

Verhaar: 'Een ander belangrijk aandachtspunt is het energieverbruik van computernetwerken. Idealiter draaien systemen op locaties waar stroom goedkoop en ruim beschikbaar is én afkomstig is van hernieuwbare bronnen, dus niet op de thuiscomputers in het centrum van Amsterdam. Daarmee raken we direct het ESG-domein.'

Swart: 'Bitcoin-mining werkt al zo. Die verhuist telkens naar plekken waar energie het goedkoopst is: van Kazachstan tot Afrika.'

Smets: 'Een goed voorbeeld is Grass: een netwerk dat AI-datasets bouwt via crowdsourced data scraping. Deelnemers dragen vanuit huis bij, verdienen eigendomsrechten en elke dataset heeft een cryptografische herkomst. Grass haalde 15 miljoen dollar op en produceert nu 2.000 terabyte data per dag, volgens mij op Google na het meeste ter wereld. De beste manier om in AI te beleggen, is via blockchain-infrastructuur. Dáár draait AI uiteindelijk op.'

Welke investerings- of verdienmodellen zien jullie ontstaan?

Maier: 'Vanuit zakelijk perspectief draait alles om vraag en aanbod. Bij traditionele zoekmachines 'betalen' gebruikers via advertenties en data. Bij AI-modellen zoals ChatGPT zijn mensen bereid direct te betalen voor kwaliteit en privacy. De waarde hangt af van wat het model biedt en hoe uniek het is.'

Lemmens: 'Het geld dat naar AI stroomt en de hoge waarderingen verrassen mij soms. Het doet denken aan de vroege jaren 2000: de dotcom-bubbel. De voorspellingen over gebruikersgroei waren juist, de waarderingen niet. Dat zou nu weer kunnen gebeuren. Wij focussen daarom op projecten die echt infrastructuur bouwen en duurzame verandering brengen. Projecten zonder omzet vragen veel verbeeldingskracht over hun toekomstige waarde. We moeten dus kritisch blijven. Veel speelt zich nog af in de vroege venture capital-fase.'

Hendriks: 'De inkomsten stijgen al bij OpenAI, Claude en X. Hun waarderingen

'Als managers zeggen 'we gebruiken neural networks' of 'random forests', is dat als zeggen 'ik kook met zout''

zijn hoog, maar ze zijn nog niet beursgenoteerd. Apple loopt achter, maar met zijn enorme iPhone-basis heeft het veel kans op een comeback zodra het AI serieus oppakt.'

Dieperink: 'Het lijkt op de telecomboom van de jaren negentig: de meeste bedrijven verdwenen, maar de technologie bleef. Het verschil nu is dat de huidige spelers veel geld in kas hebben. In 2000 was er een hype zonder inkomsten, nu zijn er echte producten en cashflows. Toch kan, als de rente weer daalt, een nieuwe speculatieve golf ontstaan, misschien nog groter dan de vorige.'

Hoe kunnen beleggers claims over AI en blockchain beoordelen, en hoe onderscheid je echte innovatie van marketing?

Verhaar: 'Steeds meer managers zeggen AI te gebruiken. Onze taak is te verifiëren of dat echt zo is of slechts marketing. We vragen: is de alpha echt nieuw, of gewoon opnieuw verpakt? Is de strategie schaalbaar? Is AI de kern van het proces of een toevoeging? Hoe worden modellen gevalideerd en prestaties verklaard? Het gaat er niet om of iemand AI gebruikt, maar hoe. Daarin zit de echte innovatie.'

Maier: 'Precies. Veel bedrijven zeggen 'we gebruiken AI', maar vaak is dat oppervlakkig. De echte vraag is: past het logisch binnen het beleggingsproces? Is het uitlegbaar, schaalbaar en compliant, en deels gereguleerd? Dat zijn de criteria die ertoe doen.'

Verhaar: 'En stel dat we elke modelbeslissing op de blockchain zouden kunnen registreren: verifieerbaar, controleerbaar en transparant. Daar komen deze technologieën echt samen, en dan zijn de mogelijkheden grenzeloos.'

Maier: 'Jawel, maar buzzwords betekenen op zichzelf niets. Als managers zeggen 'we gebruiken neural networks' of 'random forests', is dat als zeggen 'ik kook met zout'. Het zegt niets over de kwaliteit van het >

gerecht, of dat ze goed kunnen koken. Het gaat erom hoe ze het toepassen.’

Verhaar: ‘In essentie is machine learning een verfijning van wat beleggers altijd al deden: verbanden zoeken in data. Waar regressie-analyse lineaire relaties blootlegt, kan AI de subtiele patronen vinden die daarbuiten vallen.’

Singor: ‘Het groeiende gebruik van AI zal de vraag-en-aanbod-dynamiek voor gekwalificeerd personeel veranderen. Er komt meer vraag naar mensen met AI-vaardigheden, maar ook naar tools die portefeuillesturing verbeteren. Binnen onze organisatie gebruiken we AI om beleggings-beslissingen te ondersteunen, niet om die te vervangen. Menselijk oordeel blijft cruciaal. Operationeel verhoogt AI de efficiëntie – vooral via generative en agentic AI tools – maar de langetermijnwaarde moet zich nog wel verder bewijzen.’

Maier: ‘AI draait niet om vervanging van mensen, maar om ze te helpen hun werk beter te doen. Het neemt repetitieve taken over, zodat mensen zich kunnen richten op wat echt telt. Onze automatische rapportage geeft portfolio-managers bijvoorbeeld meer tijd om zich te concentreren tijdens volatiele markten, in plaats van dat ze continu klantvragen moeten beantwoorden.’

Smets: ‘Voor mij ontsluit blockchain de échte interneteconomie, wereldwijd, frictieloos en 24/7. In combinatie met AI herdefinieert het hoe samenwerking tussen mens en machine werkt.’

Swart: ‘Ik begrijp dat menselijke controle belangrijk blijft, maar mensen zijn feilbaar. Op termijn zullen deze systemen ons overtreffen. Ze zijn verifieerbaar, programmeerbaar en voortdurend lerend.’

‘De marketplace of ideas bloeit, ondernemers concurreren, de beste ideeën winnen, en iedereen profiteert.’

‘Toch blijft menselijk contact essentieel. Twijfel, debat, beleggingsprincipes: ze horen bij verantwoord beslissen.’

Hun besluitvorming, bijvoorbeeld bij portefeuilleverdeling, zal superieur zijn aan wat mensen ooit kunnen doen, zelfs met de beste tools.’

Dieperink: ‘Die verschuiving is al zichtbaar. In de VS nemen bedrijven minder mensen onder de 24 aan, omdat AI veel analytisch instapwerk overneemt.’

Verhaar: ‘Klopt, dat zien we ook in beleggingsteams. Juniorrollen verdwijnen, wat de vraag oproept: wie vormt straks de nieuwe generatie portfolio-managers als die functies er niet meer zijn?’

Hendriks: ‘Ik zal het maar ronduit zeggen: de meeste vermogensbeheerders verdwijnen uiteindelijk, net zoals taxichauffeurs of liftbedienden. De technologie neemt het over. Ik heb jarenlang mijn eigen portefeuille beheerd zonder adviseur en ik stap gerust in een vliegtuig zonder menselijke piloot, die ook wel eens een slechte dag kan hebben. Automatisering zal het beter doen en de sector zal dat moeten accepteren.’

Singor: ‘Toch blijft menselijk contact essentieel. Twijfel, debat, beleggingsprincipes: ze horen bij verantwoord beslissen.’

Lemmens: ‘Tokenisation en digitale assets worden essentieel voor het financiële systeem van de toekomst. Maar menselijke rollen verdwijnen inderdaad niet van de ene op de andere dag. Mensen moeten deze systemen bouwen, beheren en interpreteren. Als bedrijven stoppen met het aannemen van jong talent, verliezen ze hun toekomstige leiders. Consolidatie komt er, zeker, maar geen uitsterving.’

Verhaar: ‘Het zijn spannende tijden. Mijn kinderen zullen banen hebben die nu nog niet bestaan, en dat is prima. De marketplace of ideas bloeit, ondernemers concurreren, de beste ideeën winnen, en iedereen profiteert. Als beleggers daar een deel van kunnen vangen, is het potentieel enorm.’ ■

IN HET KORT

AI en blockchain veranderen hoe data, markten, waarde en beslissingen worden georganiseerd: een nieuwe financiële realiteit.

Zonder duidelijke regels en toezicht blijft massale adoptie van nieuwe technologie lastig.

AI versnelt processen, blockchain verlaagt de cost of trust en maakt transacties controleerbaar.

Institutionele beleggers experimenteren volop met AI en tokenisation, maar missen vaak een overkoepelende visie en strategie.

Tokenisation en digitale assets hervormen markten, maken kapitaalstromen sneller en creëren nieuwe beleggingskansen wereldwijd.

Mens en machine vullen elkaar aan. Menselijke intuïtie blijft cruciaal in een steeds digitaler ecosysteem.

Over de winnaars en verliezers van AI

Column van CFA Society Netherlands

AI is een mooie technologie die waarschijnlijk tot hogere economische groei zal leiden. Maar het heeft ook keerzijdes, zoals een hoog energieverbruik, een stijging van de ongelijkheid en meer concentratie in aandelen.

Onlangs sprak ik op het ALM-congres van CFA Society Netherlands over de macro-economische effecten van kunstmatige intelligentie. Onderweg stopte ik om iets bij de supermarkt te halen en bedacht ik me dat de kassa's van supermarkten een mooi voorbeeld zijn van automatisering. Vroeger werden ze vaak bemand door middelbare scholieren, nu door een combinatie van software en hardware. Supermarkten zijn (weliswaar in een specifiek opzicht) winnaars geweest van de vorige golf van automatisering.

Zal AI de volgende golf van automatisering inluiden? Dat is in ieder geval wel de belofte. De meeste economen zijn het er wel over eens dat het gebruik van AI goed zal zijn voor economische groei. De automatisering van taken zorgt immers voor productiviteitswinst, al verschillen de meningen over hoeveel precies. Daren Acemoglu, winnaar van de Nobelprijs voor de Economie in 2024, schat de extra jaarlijkse groei in productiviteit door AI in op slechts 0,07%. Philippe Aghion, winnaar van dezelfde Nobelprijs in 2025, schat dat in een artikel met collega econoom Simon Bunel veel hoger in, namelijk 1,1%.

Economische groei zal dus waarschijnlijk een 'winnaar' zijn van AI. Maar er zijn ook verliezers. Zo is AI een enorme energievreter: zowel het gebruik van AI-modellen als het trainen ervan vergt veel stroom. Een voorbeeld: het trainen van het recente AI-model van Meta (Llama) heeft volgens een recent artikel in The Economist 27,5 gigawattuur gekost. Dat is evenveel als het jaarlijkse elektriciteitsverbruik van 7.500 Europese huishoudens. Daar komt het energieverbruik tijdens het gebruik van het model nog bij. Eerdere schattingen gaven

aan dat een vraag stellen aan ChatGPT tien keer zoveel energie kost als iets googelen (3 Wh tegenover 0,3 Wh). Recentere schattingen (van EpochAI) plaatsen daar vraagtekens bij, deels omdat computerchips in de afgelopen drie jaar een stuk efficiënter zijn geworden.

Ironisch genoeg zou juist dat laatste erop kunnen wijzen dat het energieverbruik van AI op macroniveau toeneemt, vanwege de 'Jevon's Paradox'. Die stelt dat efficiëntieverbeteringen in het gebruik van energie of grondstoffen niet altijd tot minder verbruik leiden, maar soms juist tot méér. Zo zorgde het efficiëntere gebruik van kolen in stoommachines ervoor dat stoomtechnologie breder werd toegepast, wat het totale kolenverbruik deed stijgen.

Ook gaat AI bestaande ongelijkheden waarschijnlijk eerder vergroten dan verkleinen. Zo zijn ontwikkelde landen beter gepositioneerd om van AI te profiteren dan opkomende markten. Ontwikkelde landen scoren hoger op de 'AI Preparedness Index' van het IMF. Verder geven recente economische onderzoeken aan dat AI de mensen die al heel goed zijn in een bepaald vakgebied méér helpt dan degenen die daar niet zo goed in zijn. AI helpt dus de bestaande winnaars meer dan de 'niet-winnaars'.

Dat is tot nu toe ook zo geweest op de aandelenmarkten. De verwachtingen van AI hebben ertoe geleid dat de tien grootste bedrijven van de S&P500 (met name technologiebedrijven) nu 42% van de index uitmaken. Dat was in 2010 maar 19%. De 'winnaars' van de aandelenmarkt zijn dus nog prominenter geworden. En dat is een risico voor beleggers, want de wereldwijd gespreide index is nu in feite een 'bet' op de Amerikaanse technologiesector.

Ik moest hieraan denken toen ik terugfietste van het congres. Ik had enorm genoten van de vele inzichten en mooie ontmoetingen. Maar met de aandelenmarkt in mijn achterhoofd was er toch een gedachte waar ik wat onrustig van werd: misschien zijn de winnaars van vandaag wel de verliezers van morgen. ■



Door **Raphie Hayat**,
Beleggingsstrateeg bij
a.s.r. vermogensbeheer

AI, zeepbellen en creatieve vernietiging

Artificiële intelligentie (AI) beroert overal de gemoederen. Europese spaarders twijfelen om te beleggen op de aandelenmarkten, omdat ze bang zijn dat de 'AI-zeepbel' op springen staat. Dat staat in schril contrast met de Amerikaanse beleggers, die volledig meegaan in de hausse van het thema op de beurs. Wie heeft er gelijk?

Door Frédéric Leroux

De Europese spaarders kunnen heel wat kansen mislopen, terwijl veel van de Amerikaanse beleggers verlies kunnen lijden door een late uitstap. Zoals gewoonlijk. Maar de beleggers kunnen zich niet beperken tot de beurswaarde van AI en de potentieel ongeziene maatschappelijke impact buiten beschouwing laten.

Van oudsher is de economische en beursgeschiedenis doorspekt met zeepbellen bij de opkomst van een nieuwe technologie

We herinneren ons bijna allemaal de recentste: de TMT- (technologie, media, telecom) of internetzeepbel. De geschiedenisliedhebbers onder ons denken ook aan die van de Engelse spoorwegen in het midden van de negentiende eeuw.

Beide technologiezeepbellen leidden tot dwaasheid: bij de eerste ging het om haast

onstuitbare beurskoersen, zelfs tegenover de verwachte omzet, en bij de tweede werden er niet minder dan vier verschillende spoorwegprojecten tegelijkertijd op poten gezet om amper twee steden te verbinden.

In beide gevallen hebben de zeepbellen hun missie vervuld: de nieuwe technologie snel door de economie verspreiden, zonder de potentiële deelnemers de tijd te gunnen om zich er vragen bij te stellen. Het enige wat een speler in de desbetreffende sector zich niet kan permitteren, is de boot missen. Geen enkele van de grote telecomoperatoren kon aan het einde van de jaren 1990 dan ook verzaken aan de aankoop van een 3G-licentie, ondanks de buitensporige kostprijs, net zoals thans geen enkele hyperscaler¹ kan verzuimen te investeren in datacenters², ondanks het minstens even overdreven prijskaartje. Elke

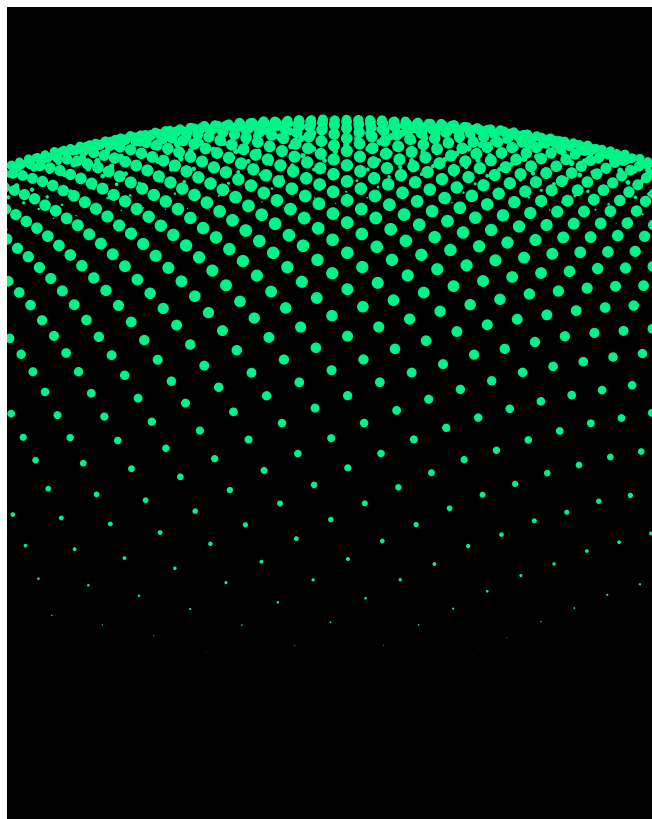
operator verkoos een mogelijke ondergang door financiële problemen boven een zekere ondergang door onmiddellijk voorbijgestreefd te worden: zeepbellen passen in het kader van een deterministisch proces.

In beide gevallen hebben de nieuwe technologieën uiteindelijk jobs overbodig gemaakt en oude processen ten grave gedragen om ruimte te maken voor nieuwe beroepen en manieren van werken. Anders gezegd, is de creatieve vernietiging volgens Schumpeter, die mogelijk wordt gemaakt door de ondernemers en de financiers, op lange termijn bevorderlijk voor de werkgelegenheid en de economische efficiëntie. Als fondsbeheerders is het onze taak onze portefeuille aan de goede zijde van de creatieve vernietiging te positioneren: effecten vermijden die zullen lijden onder de algehele verbreiding van AI

en ons concentreren op de waarden die er baat bij zullen hebben.

De hype rond AI is nog niet helemaal identiek aan de zeepbellen uit het verleden

Op de beurs worden de meeste grote spelers in de AI-sector gewaardeerd tegen begrijpelijke ratio's, die gebaseerd zijn op enorme winsten die tot dusver weinig CapEx vergen³. Die worden mogelijk gemaakt door de langdurige en succesvolle maatschappelijke aanwezigheid van Microsoft, Amazon, Google, Meta enzovoort in de sectoren waarin ze actief zijn. Hun waarderingsratio's zijn goed voor 26 à 33 keer de geraamde winst op 12 maanden, nog een heel stuk verwijderd van de waanzin die we zagen ten tijde van het internet. Volgens J.P. Morgan zullen die bedrijven tegen 2030 evenwel de 5.000 tot 7.000 miljard dollar



investeren die nodig zijn voor de implementatie van AI, gedeeltelijk gefinancierd met schulden die tot op dat moment alleen bestemd waren voor de terugkoop van hun aandelen. Na hoeveel tijd worden die investeringen winstgevend? En hoe moet de overgang van een kapitaalalarm³ naar een kapitaalintensief³ bedrijfsmodel worden gewaardeerd?

NVIDIA, de eerste onderneming ter wereld die de drempel van 5.000 miljard dollar beurswaarde doorbrak en die symbool staat voor de zege van AI, is de gelukkige die zich de leverancier mag noemen van die hyperscalers met diepe zakken. NVIDIA, dat schoppen en zeven levert aan de massa AI-goudzoekers, wordt gewaardeerd tegen 32,5 keer de geraamde winst van het volgende jaar, wat verdedigbaar is in het licht van de indrukwekkende winstgroei.

Een belangrijke bijzonderheid van dat AI-ecosysteem, die tot veel onzekerheid kan leiden, is dat het is opgebouwd rond OpenAI, een onderneming die op dit moment nog niet beursgenoteerd is en handelt zonder winstoogmerk, en dus in staat is tot heel wat boekhoudkundige creativiteit. Bovendien heeft ze zich al verbonden tot verschillende meer of minder circulaire activiteiten met de andere grote AI-spelers voor een totaalbedrag van 1.400 miljard dollar. De tijd zal het uitwijzen.

Een andere bijzonderheid, ditmaal met gunstigere gevolgen, is dat deze AI-revolutie ook een technologische oorlog is tussen China en de Verenigde Staten: 'DeepSeek-AI'

tegenover 'AI met NVIDIA-onderdelen'. Kan een AI als verliezer uit de bus komen in die titanenstrijd, zonder dat de twee grootmachten alles in de strijd hebben gegooid om 'hun' AI te laten slagen? Door die factor zou elke eventuele teleurstelling langer op zich kunnen laten wachten. Zullen de winnaar en de verliezer, als puntje bij paaltje komt, worden bepaald op basis van de beurskoers van de ondernemingen die hebben gezorgd voor de verspreiding van de technologie of op basis van de economische en maatschappelijke impact van de twee AI's?

Wat echt bijzonder is aan AI-technologie, is de potentieel snelle en ingrijpende impact op de arbeidsmarkt

AI maakt zodanig veel kantoorjobs overbodig dat de aanhangers van het 'creatieve vernietiging'-concept van Schumpeter het soms moeilijk vinden om zich in te beelden dat AI op een gegeven moment meer vacatures zal creëren dan er zijn verdwenen, een fenomeen waar op dit moment vooral jongeren het slachtoffer van worden. Volgens het adviesbureau Oxford Economics is de toename van de werkloosheid in de Verenigde Staten sinds het dieptepunt in 2023 voor 85% toe te schrijven aan de jongeren⁴. Uit de Amerikaanse cijfers blijkt dat de werkloosheidsgraad bij de 20- tot 24-jarigen de voorbije drie jaar is gestegen van 6% naar bijna 9,5%, hoewel hij voor de rest van de bevolking amper is gewijzigd. In oktober werd een ongezien aantal jobs geschrapt, voornamelijk vanwege AI. Wat is in heel wat sectoren ook de meerwaarde van een net opge-

leide maar compleet onervaren jongere tegenover een goed getrainde vorm van AI? En wat zal morgen de meerwaarde zijn van een nog jonger persoon, die van mening is dat hij niets anders moet leren dan de beste manier om een vraag te stellen aan AI?

Het is mogelijk dat de jongeren zelf hun plaats zullen vinden in een AI-economie en dat de vernietiging per slot van rekening opnieuw tot creativiteit zal leiden. Die hoop mag de hulp voor recent afgestudeerden om de arbeidsmarkt te betreden, evenwel niet in de weg staan, aangezien die momenteel ontoegankelijk lijkt voor hen. Onze snel verouderende wereld zou immers weinig vooruitgang boeken zonder de actieve bijdrage van de jonge generaties aan de productie van rijkdom. Zonder die solidariteit tegenover nieuwkomers riskeren we dat de maatschappelijke limieten met betrekking tot de snelle implementatie van AI in ons leven nog sneller worden bereikt dan de limieten van de beurskoers. ■

- 1 Amazon, Google, Meta, Microsoft.
- 2 Datacenters
- 3 'Capital expenditure', kapitaaluitgaven.
- 4 Oxford Economics, Research Briefing US, Educated but unemployed, a rising reality for college grads, 27 mei 2025.

Disclaimer

Dit is een reclamebericht. Dit artikel mag niet geheel of gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming van de beheerverenootschap. Het vormt noch een aanbod tot inschrijving, noch een beleggingsadvies. De in dit artikel opgenomen informatie kan onvolledig zijn en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De verwijzing naar bepaalde waarden of financiële instrumenten wordt uitsluitend ter illustratie gegeven om enkele waarden te belichten die aanwezig zijn of zijn geweest in de portefeuilles van de Carmignac-fondsen. Zij heeft niet tot doel om directe beleggingen in deze instrumenten te bevorderen en vormt geen beleggingsadvies. De beheerverenootschap is niet onderworpen aan het verbod om transacties in deze instrumenten uit te voeren vóór de verspreiding van deze communicatie. De portefeuilles van de Carmignac-fondsen kunnen te allen tijde worden gewijzigd.

CARMIGNAC GESTION – 24, place Vendôme – F – 75001 Paris – Tél : (+33) 01 42 86 53 35 – Door de AMF goedgekeurde maatschappij voor portefeuillebeheer

Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 13 500 000 € - Parijs Handelsregister B 349 501 676

CARMIGNAC GESTION Luxembourg – City Link - 7, rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg – Tél : (+352) 46 70 60 1 - Filiaal van Carmignac Gestion. Door de CSSF goedgekeurde beheermaatschappij van beleggingsfondsen - Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 23 000 000 € - Luxemburg Handelsregister B 67 549



Frédéric Leroux

Head of Cross Asset,
Fund Manager, Carmignac

IN HET KORT

AI roept zowel euforie (in de VS) als angst voor een zeepbel (in Europa) op, maar eerdere technologiezeepbellen tonen dat zulke fases vaak essentieel zijn voor snelle adoptie.

AI-bedrijven zijn momenteel hoog maar nog verdedigbaar gewaardeerd. De echte onzekerheid ligt in toekomstige grote investeringen en hun rendement.

De AI-revolutie is tevens een technologische machtsstrijd tussen de VS en China.

Het grootste risico is snelle maatschappelijke ontwrichting, vooral voor jongeren op de arbeidsmarkt. Solidariteit is cruciaal om de overgang houdbaar te maken.

Op naar de vierde golf!

Opnieuw speelt technologie een bepalende rol in de wereldwijde markten. Financial Investigator sprak met Sabrina Denis van Janus Henderson Investors over de ‘vierde golf’ van technologische verandering, de kansen in de gezondheidszorg en biotech, Europa’s fiscale ontwaken en de groeiende vraag naar flexibele vastrentende strategieën.

Door Harry Geels

Technologie is opnieuw de dominante motor van de aandelenmarkten, en de winstgroei is bij veel toonaangevende bedrijven uitzonderlijk sterk geweest. Hoe vergelijkt u deze fase met de tech-boom eind jaren negentig?

‘Het is een logische vergelijking en een vraag die vaak terugkomt in gesprekken met cliënten. Het narratief in de headlines richt zich vaak op concentratie: het idee dat portefeuilles worden ‘gedomineerd’ door een handvol grote Amerikaanse technologiebedrijven, vergelijkbaar met de dotcom-periode. Maar wanneer we dieper kijken, zien we dat de onderliggende fundamentals tegenwoordig wezenlijk anders zijn dan eind jaren negentig. Destijds werden waarderingen grotendeels gedreven door verwachtingen in plaats van winst. Veel bedrijven hadden bedrijfsplannen in plaats van producten, en omzet in plaats van winst. De huidige rally in technologie – met name bij bedrijven die gelinkt zijn aan kunstmatige intelligentie – wordt daarentegen onderbouwd door echte winstgroei. Bij bedrijven als Nvidia, Amazon, Microsoft en Alphabet zien we niet alleen omzetgroei, maar ook robuuste

winstgevendheid. Dus hoewel de headlines doen denken aan het gesprek van de dag in 1999 – Zitten we in een bubbel? Is dit houdbaar? – is de basis nu veel sterker. De kern wordt niet gedreven door speculatieve euforie, maar door echte, schaalbare businessmodellen die een tastbare vrije kasstroom genereren. De huidige ontwikkelingen in technologie, in gang gezet door AI, zijn niet slechts een investeringsthema; het is de vierde golf.’

Een belangrijk concept dat vaak naar voren komt wanneer we het over technologie en vooral AI hebben, is infrastructuur. Kunt u toelichten wat daarmee wordt bedoeld?

‘Wanneer we het hebben over de infrastructuur achter AI, bedoelen we de volledige technische stack die het mogelijk maakt AI-systemen op schaal te laten functioneren. Dat omvat datacenters en cloudcomputing-omgevingen, high-performance AI-chips en gespecialiseerde halfgeleiders, netwerk- en verbindingshardware, en data-opslag- en beveiligde verwerkingsstructuren. Dit zijn geen incrementele upgrades, maar betreffen kapitaalintensieve, fundamentele investeringen. En de vraag overtreft op dit moment het aanbod. Nvidia rapporteert bijvoorbeeld nog steeds achterstanden in zijn meest geavanceerde GPU-producten. Er is wereldwijd een race gaande om de ‘computationele’ ruggengraat te bouwen voor AI-gedreven productiviteitsgroei. De uitbreiding van infrastructuur is daarom structureel, niet cyclisch. Het is gekoppeld aan een economische langetermijntransformatie en niet aan een kortstondige thematrend.’

Dat brengt ons bij uw onderscheid tussen golven en thema’s. U verwijst naar AI als de vierde golf. Wat betekent dat?

‘Een thema is vaak smal, iets dat enkele jaren populair is en meestal beperkt blijft tot één eindmarkt. Een goed voorbeeld uit het afgelopen decennium was 3D-printen. Het genereerde een hype, maar de reikwijdte was beperkt. Een golf daarentegen hervormt de gehele economie. De eerste golf was de revolutie van de personal computer, toen de microprocessor computers toegankelijk maakte voor werk en dagelijks leven. De tweede golf was het internet, dat communicatie, handel en sociaal gedrag fundamenteel veranderde. De derde golf was het mobiele cloud-tijdperk in de vroege jaren 2000, waarin smartphones en draagbare

‘De kern van de tech-boom wordt niet gedreven door speculatieve euforie, maar door echte, schaalbare businessmodellen die een tastbare vrije kasstroom genereren.’

‘Ondanks de discussie over tech-dominantie zijn veel portefeuilles feitelijk onderwogen in technologie. Dit suggereert dat beleggers, vooral in Europa, terughoudend zijn.’

apparaten computing overal toegankelijk maakten en de focus verschoof van het bezitten van fysieke infrastructuur naar het benutten van gedeelde schaalbare middelen. De vierde golf is generatieve kunstmatige intelligentie, omdat AI elke laag van technologie doordringt, van computationele capaciteit tot data-handling, logistiek, industriële automatisering, gezondheidszorg en financiële dienstverlening. Een golf verbindt alles en zorgt voor schaal. Thema's creëren headlines, maar golven herorganiseren de samenleving. Daarom missen vergelijkingen met de dotcom-bubbel de kern. Het internet verdween niet als vluchtige hype, alleen de waarderingen van overgehijpte bedrijven deden dat. De technologie zelf transformeerde de wereld. Wij verwachten dat AI een vergelijkbaar patroon volgt. Terzijde: ook de eerste en tweede golf zijn goed te plaatsen in de technologisch-historische context.’

Toch benaderen beleggers technologie nog steeds met voorzichtigheid. Velen spreken over concentratierisico. Wat ziet u in echte portefeuilles?

‘Ja, inderdaad, hier wijkt het narratief af van de realiteit. We hebben in de afgelopen maanden meer dan 2.000 cliëntportefeuilles in Europa en de VS geanalyseerd. Gemiddeld zien we technologie-allocation van ongeveer 24%. Dat ligt onder het sectorgewicht in wereldwijde aandelenindices en significant onder dat in de S&P 500, waar technologie ongeveer 33% uitmaakt. Dus ondanks de discussie over tech-dominantie zijn veel portefeuilles feitelijk onderwogen in technologie. Dit suggereert dat beleggers, vooral in Europa, terughoudend zijn. Ze zien de structurele kansen, maar aarzelen om agressief te alloceren. Onze boodschap



CV

Sabrina Denis

Sabrina Denis is Senior Portfolio Strategist bij Janus Henderson Investors, een functie die zij sinds 2020 bekleedt. Ze maakt deel uit van het Portfolio Construction and Strategy Team, waar ze zich richt op het aanbieden van toepasbare beleggingsstrategieën en thought leadership om cliënten te ondersteunen bij alle aspecten van het beleggingsproces. Voor haar komst naar Janus Henderson werkte ze bij Goldman Sachs in Londen, onder meer als Executive Director binnen de investment strategy-groep. Denis behaalde een Bachelor in Socio-Economics aan de Friedrich-Alexander Universität Erlangen-Nürnberg en een MSc in Statistics aan de Ludwig-Maximilians-Universität München.

is niet: ‘ga passief en koop de Magnificent Seven.’ Onze nadruk ligt op actieve selectie: bedrijven identificeren met duurzame winstkracht, prijszettingmacht en een blijvend concurrentievoordeel. Er zijn enorme kansen, maar het vereist analyse en een scherp oordeelsvermogen.’

Laten we kijken naar gezondheidszorg en biotech. Deze sector is recent achtergebleven bij de bredere markt. Tegelijkertijd spelen er ontwikkelingen die de sector op de lange termijn interessant maken, onder meer door de toepassing van AI.

‘Ja, de sector heeft het in het afgelopen jaar moeilijk gehad, deels door Amerikaanse beleidonzekerheid, discussies over prijsregulering en bredere markttrotaties. Maar structureel is gezondheidszorg een van de meest overtuigende beleggingsuniversums voor de lange termijn. Ten eerste zijn de waarderingen momenteel aantrekkelijk ten opzichte van de bredere aandelenmarkt. Ten tweede biedt gezondheidszorg defensieve eigenschappen: in periodes van marktdruk daalt de sector doorgaans minder dan meer cyclische sectoren. Dat kan waardevol zijn voor de balans of stabiliteit van de portefeuille.

Maar de meest opwindende kracht is innovatie, vooral in biotech. AI versnelt medicijnontwikkeling, maakt gepersonaliseerde therapie mogelijk en

verkort de tijd die nodig is om moleculaire interacties in kaart te brengen.

Ondertussen zorgen demografische trends – vergrijzing in ontwikkelde markten en een groeiende middenklasse in opkomende markten – voor toenemende vraag naar geavanceerde behandelingen. Bovendien fungeert biotech als innovatietrechter voor grote farmabedrijven. Zodra patenten op ‘blockbusters’ aflopen, kijken farmaceuten naar biotech om hun productpijplijnen aan te vullen. Dit leidt tot aanhoudende M&A-activiteit, die we in 2024 al zagen versnellen, met meer dan € 30 miljard aan biotech-deals in slechts één kwartaal. Dus hoewel recente rendementen gematigd waren, blijft het fundamentele verhaal sterk.’

Dan Europa, waar de rendementen zijn achtergebleven bij de VS en het sentiment zwak is geweest. Toch heeft Duitslands voorgestelde infrastructuurfonds van € 500 miljard de interesse aangewakkerd. Hoe ziet u Europa?

‘Europa bevindt zich op een belangrijk keerpunt. Jarenlang werd het continent gekenmerkt door lage groei, politieke fragmentatie en bureaucratische inertie. Maar we zien nu vroege tekenen van wat wij een fiscale en industriële renaissance noemen. Duitslands voorgestelde infrastructuurfonds – soms een ‘fiscale bazooka’ genoemd – signaleert een bereidheid om te investeren in plaats van uitsluitend te steunen op monetair beleid. Duitsland heeft de Schuldenbremse losgelaten, wat een belangrijke beleidsverschuiving is. De defensie-uitgaven stijgen, mede door geopolitieke ontwikkelingen. De energietransitie versnelt. En er is hernieuwde aandacht voor de integratie van kapitaalmarkten binnen de EU.

Maar we moeten realistisch zijn: Europa blijft beleidsintensief en bureaucratisch, en de uitvoering loopt vaak achter op de aankondiging. De kansen zijn reëel, maar vereisen opnieuw selectiviteit. Dit is waar actief beheer essentieel is. In plaats van de brede Europese index te kopen, moeten beleggers bedrijven selecteren die profiteren van defensieherbewapening, energietransitie en industriële modernisering. Dus ja, we zijn constructief positief over Europa, maar selectief, niet ongedifferentieerd.’

Tot slot obligaties. Uw recente portefeuille-analyse laat zien dat beleggers verschuiven naar

‘AI versnelt medicijnontwikkeling, maakt gepersonaliseerde therapie mogelijk en verkort de tijd die nodig is om moleculaire interacties in kaart te brengen.’

flexibele, actief beheerde vastrentende strategieën en een kortere duration. Wat drijft deze beweging?

‘De kern is rentebeperkte onzekerheid. Na een decennium van bijna-nulrentes zitten we nu in een regime met actieve centrale-bankaanpassingen en verhoogde rentevolatiliteit. Beleggers willen flexibiliteit. Traditionele vastrentende strategieën – zoals het aanhouden van uitsluitend staatsobligaties of het volgen van de benchmark-duration – bieden beperkte manoeuvreerruimte. Multi-sector, wereldwijd flexibele obligatiestrategieën daarentegen, stellen managers in staat de duur, de krediet-exposure en de geografische allocatie dynamisch aan te passen. Dit ontlast de belegger van het zelf moeten timen van rentebewegingen. Het legt de verantwoordelijkheid bij professionele managers die kredietsspreads, rentecurves, valuta-effecten en liquiditeitscondities real time monitoren. We zien vooral sterke adoptie van deze flexibele strategieën buiten strikt benchmarkgebonden kaders. Maar zelfs in markten waar regelgeving grenzen stelt – zoals bij Nederlandse pensioenfondsen – zien we beweging richting oplossingen die flexibiliteit binnen kaders toestaan. Kortom: beleggers willen controle, maar ook aanpasbare en tactische positionering. Actief flexibel vastrentend beheer biedt beide.’

Tot slot, als u vandaag één kernboodschap zou moeten meegeven aan institutionele beleggers, welke zou dat zijn?

‘We staan aan het begin van een structurele transformatie, niet aan het einde van een cyclus. De vierde golf, gedreven door AI, zal economieën herstructureren op manieren die veel verder reiken dan technologie alleen. Innovatie in gezondheidszorg versnelt. Europa verandert zijn fiscale houding. En obligatiemarkten vragen om flexibele allocaties. De rol van de belegger vandaag is niet om euforisch of angstig te zijn, maar intelligent, selectief en vooruitkijkend.’ ■

IN HET KORT

De huidige rally in technologie rust op sterke fundamentals en verschilt wezenlijk van de dotcom-periode.

AI zal doordringen in elke laag van technologie en zal de wereld transformeren. Het vormt daarmee de vierde golf van technologie.

Beleggers zijn nog vaak onderwogen in technologie. Actieve selectie blijft cruciaal.

Gezondheidszorg en biotech bieden aantrekkelijke waarderingen, defensieve eigenschappen en AI-gedreven innovatiekansen.

Europa staat mogelijk aan het begin van een fiscale en industriële renaissance, maar vraagt om selectiviteit.

Onzekerheid over rente stimuleert de groei van flexibele, actief beheerde vastrentende strategieën.

Baanloze groei

We staan aan de vooravond van een nieuw economisch tijdperk. Waar in de jaren tachtig fabrieken sloten doordat bedrijven vertrokken naar lagelonenlanden, verdwijnen er nu banen terwijl bedrijfswinsten records breken.

De technologiesector laat deze ontwikkeling het duidelijkst zien. Grote techbedrijven boeken recordwinsten, maar tegelijkertijd kondigen ze massaontslagen aan. Amazon schrapt 30.000 banen, Meta en Salesforce volgen met vergelijkbare aantallen. Het bijzondere is dat deze ontslagen niet komen door tegenvallende resultaten, maar juist plaatsvinden te midden van uitzonderlijke winstgroei. De boosdoener heeft twee letters: AI.

Dit is geen tijdelijk verschijnsel. Sinds 2022 krimpt de werkgelegenheid in de techsector, terwijl de winsten blijven stijgen. Waar bedrijven vroeger mensen aannamen om te kunnen groeien, kunnen ze nu met minder werknemers meer produceren. De productiviteit per werknemer is sinds 2020 explosief gestegen: twee keer zo snel als in het vorige decennium. Een ontwikkeling die zich niet beperkt tot Silicon Valley, maar zich als een olievlek over de hele economie verspreidt.

Maar waarom leidt dit niet tot massawerkloosheid? Het antwoord is even simpel als verontrustend: er zijn ook minder mensen die werk zoeken. De arbeidsparticipatie is sinds de coronapandemie nooit meer hersteld. Babyboomers gingen massaal met pensioen, en recent zijn ook strengere immigratieregels van kracht. In de Verenigde Staten alleen al kan dit leiden tot een krimp van 1,5 miljoen werknemers. Het resultaat is een krimpende beroepsbevolking die toevallig in balans is met het krimpende aantal banen.

Voor beleggers en bedrijven is dit goed nieuws. Hogere productiviteit betekent meer winst tegen lagere kosten. De aandelenmarkten vieren feest en er is geen sprake van een zeepbel zoals in de jaren

negentig: de winsten zijn echt. Maar voor werknemers is het verhaal anders. Waar vroeger economische groei automatisch meer banen betekende, is die koppeling nu verbroken. Een bloeiende economie garandeert niet langer werkzekerheid.

Deze ontwikkeling heeft ook gevolgen voor de inflatie. Als bedrijven met minder mensen meer kunnen produceren, drukt dat de prijzen. Loonkosten vormen immers een groot deel van de productiekosten. De centrale banken zullen hun beleid moeten aanpassen aan deze nieuwe realiteit. Lagere rentes leiden niet langer automatisch tot meer werkgelegenheid als AI de taken overneemt. De oude economische modellen werken niet meer.

We moeten ons afvragen wat dit betekent voor onze samenleving. In de jaren tachtig leidde het verdwijnen van fabriekswerk tot sociale onrust en hele regio's die hun economische basis verloren. Nu dreigt iets vergelijkbaars, maar dan voor kantoorwerkers, programmeurs en andere kenniswerkers die altijd dachten veilig te zijn. Geen enkel beroep lijkt meer immuun voor de opmars van kunstmatige intelligentie.

De uitdaging voor de komende jaren is hoe we de vruchten van deze productiviteitsgroei eerlijk gaan verdelen. Als alleen aandeelhouders profiteren terwijl werknemers hun baan verliezen, ontstaat een ongelijke samenleving die op termijn onhoudbaar is. We hebben nieuwe ideeën nodig over werk, inkomen en de verdeling van welvaart in een tijdperk waarin machines steeds meer menselijk werk overnemen. Misschien is het tijd voor een basisinkomen, of nieuwe vormen van werkdeling.

Baanloze groei is geen toekomstmuziek meer, het is onze nieuwe realiteit. De vraag is niet of we dit kunnen tegenhouden, maar hoe we ermee omgaan. De geschiedenis leert dat technologische revoluties uiteindelijk tot vooruitgang leiden, maar de overgang kan pijnlijk zijn. Het is aan ons om die pijn te verzachten en ervoor te zorgen dat iedereen meedeelt in de welvaart van morgen. ■



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

KUN JE CRYPTO ALS INSTITUTIONELE BELEGGER NOG NEGEREN?

De cryptomarkt professionaliseert in rap tempo, met regelgeving, toenemende institutionele infrastructuur en sterke technologische ontwikkelingen. Terwijl de sector zich razendsnel richting volwassenheid beweegt, groeit ook de urgentie om een gefundeerde visie te vormen — of dat nu leidt tot een actieve allocatie of tot een bewuste keuze om aan de zijlijn te blijven.

Door Jolanda de Groot

De cryptomarkt blijft zich in hoog tempo ontwikkelen. Waar 2024 werd gekenmerkt door de introductie van Bitcoin ETFs en een toenemende betrokkenheid van grote financiële instellingen, staat 2025 in het teken van verdere professionalisering en regulering. Met de gefaseerde invoering van de Europese MiCA-verordening ontstaat er voor het eerst een geharmoniseerd toezichtskader voor cryptodienstverlening. Daarmee wordt de sector niet alleen beter vergelijkbaar met de traditionele financiële wereld, maar ontstaat ook een gelijk spelveld dat het vertrouwen van institutionele beleggers versterkt. In de Verenigde Staten worden parallel daaraan eveneens belangrijke stappen gezet, zoals de verwachte goedkeuring van de Clarity Act, die altcoins voor een bredere groep traditionele partijen investeerbaar maakt.

Naast regelgeving zijn er duidelijke technologische ontwikkelingen die traditionele en digitale markten dichter bij elkaar brengen. Tokenisatie van real-world assets – van obligaties en aandelen tot vastgoed – wordt steeds vaker genoemd als de meest

waarschijnlijke brug tussen beide werelden. Hoewel veel use cases zich nog in een vroeg stadium bevinden, belooft tokenisatie efficiëntere processen, 24/7 verhandelbaarheid en directe eigendomsoverdracht. Grote spelers zoals BlackRock bouwen inmiddels aan de infrastructuur voor deze markt, die de komende jaren naar verwachting naar biljoenen dollars kan groeien.

Toch blijven er vragen bestaan. Hoe ver is tokenisatie werkelijk? En welke toepassingen zullen als eerste doorbreken? Welke rol kunnen digitale assets spelen binnen een gediversifieerde multi-assetportefeuille? En hoe bouw je een strategie die bestand is tegen de volatiliteit die crypto nu kenmerkt? Belangrijk is ook hoe gereguleerde partijen zich positioneren onder MiCA en wat dit betekent voor het vertrouwen van institutionele beleggers. Want hoewel de toegang tot digitale assets voor deze doelgroep aanzienlijk verbetert, worstelen veel organisaties nog met governance, risicobeheer en de vraag waar crypto precies binnen het bestaande allocatiekader thuishoort.



Lucas Wensing

CEO, Amdax

‘MiCA creëert een gelijk spelveld, versterkt het vertrouwen en maakt samenwerking voorspelbaarder.’

Welke stappen zijn cruciaal om de brug tussen traditionele financiële instellingen en crypto-dienstverleners verder te versterken?

‘De samenwerking tussen traditionele financiële instellingen en crypto-dienstverleners ontwikkelt zich snel, maar vraagt nog steeds om een beter wederzijds begrip. Digitale assets zijn lange tijd als niche beschouwd, waardoor de kennis binnen veel instellingen versnipperd is geraakt. Dit belemmert een goed begrip van de risico's, de marktstructuur en de implicaties voor bestaande processen. Crypto-dienstverleners staan op hun beurt voor de uitdaging hun governance en risicobeheersing verder te laten aansluiten op de vereisten die in de financiële sector gangbaar zijn.

Met de komst van MiCA krijgt deze ontwikkeling een duidelijke impuls. Het nieuwe Europese regelgevingskader creëert een gelijk spelveld, versterkt het vertrouwen en maakt samenwerking

voorspelbaarder. Hierdoor kunnen financiële instellingen en crypto-dienstverleners vanuit dezelfde uitgangspunten opereren en digitale assets op een meer professionele en duurzame manier integreren in het bredere financiële ecosysteem.’

Hoe zien jullie de rol van gereguleerde partijen veranderen onder MiCA, en wat betekent dat voor het vertrouwen van institutionele beleggers?

‘MiCA creëert voor het eerst een geharmoniseerd toezichtskader voor crypto-dienstverlening. Dit maakt direct inzichtelijk welke partijen voldoen aan strikte Europese normen op het gebied van governance en risicobeheersing. Voor vergunninghoudende partijen resulteert dit in een betere positie binnen de sector. Met de komst van MiCA neemt voor institutionele beleggers de onzekerheid af, waardoor de drempel om met gereguleerde crypto-dienstverleners samen te werken aanzienlijk lager wordt.’

Jeroen Blokland

Founder & Manager, Blokland Smart Multi-Asset Fund

Welke rol kunnen digitale assets spelen binnen een gediversifieerde multi-assetportefeuille? En hoe zit het met de risico-rendements-verhouding op de lange termijn?

‘Ik voorzie een belangrijke rol, en dan met name voor bitcoin. In tegenstelling tot private equity en debt is hier sprake van een authentiek andere beleggingscategorie. Met andere woorden: de correlatie met andere beleggingscategorieën, ook die met aandelen, is bijzonder laag. Zo is de correlatie met goud praktisch nul, hetgeen eveneens een categorie is die sterk diversifieert en vrijwel ontbreekt in traditionele beleggingsportefeuilles. Bitcoin ontwikkelt zich in rap tempo tot een digitale asset die waarde opslaat, vergelijkbaar met de analoge opslag van goud. In een schuldgedreven systeem, waarin fiscale dominantie tot uiting komt in structureel lage rentes en hogere inflatie, moeten beleggers op zoek naar categorieën die wél bescherming bieden tegen de uithollende werking van geldontwaarding. Bitcoin vormt hierbij een aantrekkelijk

alternatief. Naarmate bitcoin een plek krijgt in de gemiddelde beleggingsportefeuille, daalt het risico gestaag, iets wat we sinds de goedkeuring van de Amerikaanse spot Bitcoin ETFs al hebben gezien.’

Vooruitkijkend naar 2026: welke ontwikkeling binnen de cryptomarkt zal de grootste impact hebben op institutionele beleggers, en waarom?

‘Ik herhaal wat ik in 2025 ook al riep, maar wat toen niet uitkwam. De vraag van klanten, gecombineerd met een solide infrastructuur (beleggingsalternatieven, bewaring, regelgeving), zou moeten leiden tot een normalisatie van bitcoin (en andere cryptomunten) binnen het huidige beleggingsuniversum. Het blijft verbazingwekkend dat medewerkers van traditionele vermogensbeheerders en dergelijke massaal in goud en bitcoin beleggen, terwijl de toegang tot deze beleggingscategorieën sterk wordt beperkt, waarbij sommige partijen er niet voor terugdeinzen om daar inhoudelijk twijfelachtige informatie over te verspreiden.’



‘De correlatie met andere beleggingscategorieën, zelfs aandelen, is bijzonder laag.’



Maurice Mureau

CEO, Hodl Group

‘Tokenisatie en AI worden de belangrijkste groeimotoren richting 2026.’

Welke trends binnen de cryptomarkt zien jullie momenteel als meest veelbelovend voor 2026?

‘Binnen de cryptomarkt zien wij vooral tokenisatie en de integratie van kunstmatige intelligentie als de belangrijkste groei-motoren richting 2026.’

Tokenisatie maakt het mogelijk om traditionele assets, zoals aandelen, obligaties of vastgoed, om te zetten in digitale tokens op de blockchain. Hierdoor ontstaan 24/7 verhandelbaarheid, directe eigendoms-overdracht en aanzienlijk lagere transactiekosten. Grote financiële instellingen, waaronder BlackRock, bouwen inmiddels hun eigen infrastructuur voor deze markt, die volgens recente schattingen kan doorgroeien naar ruim \$ 16 biljoen in de komende vijf jaar.

Daarnaast zien we dat AI en blockchain elkaar versterken: AI zorgt voor data-verwerking en efficiëntie, terwijl blockchain transparantie en decentralisatie toevoegt. Dit doorbreekt het monopolie van enkele grote technologiebedrijven en maakt inzichtelijk wat algoritmes doen én waarom.

Daarmee ontstaat een eerlijker, opener en beter controleerbaar ecosysteem.’

Crypto kent cyclische bewegingen van exuberantie en correctie. Hoe bouw je een strategie die bestand is tegen deze volatiliteit?

‘Een robuuste strategie speelt in op de verschillende fases van de cyclus. De kern zal daardoor snel bestaan uit een grote positie in bitcoin, terwijl er in risk-on periodes kan worden gekozen voor een kleine selectie aan altcoins. Wél behoud je dan altijd exposure in de markt en moet je uiteraard de juiste momenten vinden om te schakelen tussen deze assets.’

Voor beleggers die volatiliteit volledig willen beperken, bieden delta- en marktneutrale strategieën uitkomst. Door het afdekken van directionele risico's met derivaten kunnen deze strategieën stabiele rendementen genereren, vaak tussen de 10% en 25% per jaar. Dergelijke strategieën vereisen echter professionele uitvoering, waardoor samenwerking met een ervaren fondsbeheerder essentieel is.’

Martijn van Veen

Managing Director & Partner, M11 Funds

Welke stappen zijn cruciaal om de brug tussen traditionele financiële instellingen en crypto-dienstverleners verder te versterken?

‘In algemene zin gaat het om het investeerbaar maken van deze asset class door te zorgen voor een helder en volledig regelgevingskader. Hoewel MiCA een goede eerste stap in de juiste richting is – met name omdat ondersteunende dienstverleners zoals crypto-custodians en exchanges voortaan aan duidelijke regelgeving moeten voldoen – betekent dit niet automatisch dat traditionele financiële instellingen ook daadwerkelijk in crypto kunnen investeren.’

Minstens zo belangrijk is dat crypto als asset class expliciet wordt erkend en op de juiste manier wordt gepositioneerd binnen een regelgevend raamwerk. In de Verenigde Staten zijn op dat vlak grote stappen gezet met de Genius Act en binnenkort de Clarity Act, die naar verwachting in december 2025 wordt aangenomen. Daarmee worden onder andere altcoins investeerbaar voor een bredere groep traditionele financiële

instellingen en institutionele beleggers. Vanuit M11 Funds anticiperen wij hierop met het M11 Liquid Token Fund, dat specifiek belegt in altcoins.’

Hoe zien jullie de rol van geregleerde partijen veranderen onder MiCA, en wat betekent dat voor het vertrouwen van institutionele beleggers?

‘Niet alleen MiCA vormt een belangrijke stap voor institutionele beleggers, ook de AIFMD speelt hierin een cruciale rol. Veel institutionele beleggers mogen uitsluitend investeren in geregleerde fondsen of structuren die AIFMD-compliant zijn. Met dit gegeven in gedachten, en om de brug te slaan tussen institutionele beleggers en crypto als asset class, hebben we destijds M11 Funds opgericht. Zo kunnen wij AIFMD-compliant cryptofondsen aanbieden en wordt de asset class daadwerkelijk investeerbaar voor deze doelgroep. Dit draagt uiteraard bij aan het vertrouwen en het investeerbaar maken van de asset class.’



‘AIFMD-compliant cryptofondsen maken de asset class eindelijk toegankelijk voor institutionele beleggers.’



Jeroen Tielman

Head Institutional Relations, Theta Capital

‘De financiële sector omarmt blockchain omdat betalingen via stablecoins veel sneller en goedkoper zijn.’

2025 lijkt het jaar waarin steeds meer institutionele partijen crypto-exposure serieus overwegen. Welke factoren hebben geleid tot deze toename in institutionele belangstelling?

‘De basis hiervoor is een toenemend besef dat blockchaintechnologie een vergaand effect zal hebben op economische processen zoals we die nu kennen. Alle processen waar sprake is van waardebeheer en waardeoverdracht (ook wel aangeduid als de ‘trust economy’) worden uiteindelijk vervangen door op blockchaintechnologie gebaseerde processen. In omvang gemeten kan dit een derde van het bbp betreffen. Verder heeft de introductie van crypto ETFs (Bitcoin en Ethereum) ertoe geleid dat institutionele partijen als eerste stap binnen een gereguleerde context in BTC en ETH konden beleggen. Maar de voornaamste reden is de 180 graden-draai van de houding van de SEC ten aanzien van crypto met de benoeming van Paul Atkins als SEC-

voorzitter. Tenslotte is de omarming van blockchaintechnologie door de financiële sector ook een belangrijk element. Zo zijn betalingen met stablecoins veel sneller en goedkoper. BlackRock heeft recent de verwachting uitgesproken dat de bewaring en overdracht van waardetitels volledig door blockchaintechnologie gedragen zal worden.’

Wat zijn de belangrijkste voorwaarden – qua infrastructuur, governance en risicobeheer – voor grote pensioenfondsen of verzekeraars om in te stappen?

‘Naast regulering en toezicht zal er voldoende liquiditeit aanwezig moeten zijn voor institutionele partijen om een positie op te kunnen bouwen in de nieuwe ‘onchain’ economie. Uiteindelijk is de beschikbaarheid van gereguleerde blockchainfondsen van institutionele diepte en kwaliteit een voorwaarde voor instituten om in te kunnen stappen.’

Lars Heerink

Founder, Blockcentral

Verwacht je dat de Europese MiCA-verordening het vertrouwen van institutionele beleggers zal vergroten, of dat de complexiteit hen voorlopig juist op afstand houdt?

‘De MiCA-verordening is technisch minder diepgaand dan MiFID II, maar richt zich op een nieuw domein dat MiFID niet dekt. Veel institutionele beleggers zullen in mijn ogen eerder blij zijn dat er eindelijk een eenduidig kader komt voor cryptobedrijven, wat het vertrouwen in de markt zal doen toenemen. Zeker het feit dat MiCA een verordening is en niet een richtlijn zoals MiFID II, zal ervoor zorgen dat lidstaten minder ruimte hebben voor nationale interpretatie, waardoor het moeilijker wordt voor niet-Europese partijen om mazen in de regelgeving te benutten. Het is een broodnodige stap op de weg naar volwassenheid voor de cryptomarkt en zal het vertrouwen in de markt alleen maar vergroten.’

Tokenisatie van vastgoed, leningen of kunstwerken wordt vaak genoemd als brug tussen traditionele en digitale markten. Hoe ver is deze

ontwikkeling werkelijk en welke use cases zie je als eerste doorbreken?

‘De tokenisatie van zogenaamde ‘real world assets’ is een hot topic in de cryptowereld. Maar op dit moment zien wij nog weinig succesvolle of baanbrekende toepassingen. Er zijn wel wat succesvolle projecten in specifieke en vooral illiquide markten, zoals sportmemorabilia, kunst, of zelfs Pokémon-kaarten. Maar wij zien nog weinig betekenisvolle ontwikkelingen die baanbrekend zijn voor traditionele financiële producten of vastgoed.’

De ontwikkeling die we nu vooral zien, is dat bepaalde nichemarkten meer toegang tot liquiditeit krijgen door een digitale versie van het object uit te geven in de vorm van een non-fungible token (NFT). Deze kan online vrij worden verhandeld, of daadwerkelijk worden ingewisseld voor het object zelf. Dit zorgt ervoor dat het investeringsobject altijd op dezelfde plek blijft liggen terwijl het gemakkelijk van eigenaar kan wisselen. Zie het als een digitale versie van een aandeel aan toonder, maar dan voor kunst of een zeldzame kaart.’



‘Zie NFT's als een digitale versie van een aandeel aan toonder.’

Crypto toegankelijk maken voor traditionele beleggers

M11 Funds wil een brug slaan tussen digital assets en de traditionele beleggingswereld. Het bedrijf maakt crypto investeerbaar via volledig AIFMD-gereguleerde, liquide fondsen. Financial Investigator sprak met oprichter Martijn van Veen.

Door Jolanda de Groot

Waar komt M11 Funds uit voort, en waarom hebben jullie bewust gekozen voor een AIFMD-gereguleerde opzet?

'M11 Funds is ontstaan als zusterbedrijf van Maven 11, dat sinds 2015 actief is en inmiddels is uitgegroeid tot een toonaangevende blockchain-investeerder, die een sterke focus heeft op seed- en pre-seed-investeringen in nieuwe blockchain-startups. Vanuit die rol beheert Maven 11 drie closed-end venturefondsen.

M11 Funds is opgezet met het specifieke doel als asset manager liquide open-end fondsen aan te bieden. Zodra tokens verhandelbaar zijn, ontstaat immers een logische basis voor liquiditeit, waardoor het aanbieden van liquide fondsen een natuurlijke vervolgstap is.

Mijn eigen achtergrond ligt deels in portfolio-management, maar vooral in ruim vijftien jaar business development binnen de hedge fund-sector. In die periode heb ik intensief samengewerkt met uiteenlopende typen beleggers: van vermogende particulieren tot grote institutionele allocators. Ook werkte ik veel met Europese vermogensbeheerders. Van hen leerde ik dat je, naast een onderscheidend product en een solide operationele structuur, vooral een gereguleerd fonds moet aanbieden om echt toegankelijk te zijn.

Een fonds dat niet AIFMD-compliant is, kan door veel vermogensbeheerders simpelweg niet worden opgenomen in hun discretionaire mandaat. Niet-gereguleerde fondsen kunnen vaak ook niet binnen de gebruikelijke custody-infrastructuur worden bewaard. Met die realiteit voor ogen zijn we in 2021 gestart met M11 Funds: een volledig gereguleerde, AIFMD-compliant structuur voor liquide crypto-fondsen. Momenteel beheren we één fonds, maar in het eerste kwartaal van volgend jaar breiden we dat uit naar drie fondsen.'

Welke brug slaan jullie concreet tussen digital assets en de traditionele beleggers?

'Onze ambitie was vanaf het begin om digital assets – of crypto, die termen gebruik ik door elkaar – daadwerkelijk investeerbaar te maken voor de traditionele beleggingswereld. Door deze asset class binnen een gereguleerde structuur aan te bieden, maken we het mogelijk voor zowel particulieren als institutionele beleggers om op een vertrouwde manier toegang te krijgen. Wanneer een particulier zijn vermogensbeheerder vraagt in een van onze fondsen te investeren, dan kan dat omdat het fonds aan de vereiste regelgeving voldoet. Diezelfde vermogensbeheerder kan het fonds ook probleemloos binnen zijn mandaat opnemen. Dat is een brug die niet-gereguleerde managers simpelweg niet kunnen slaan.

Wij positioneren ons tussen een opkomende asset class, die in Europa nog niet formeel als financieel instrument wordt aangemerkt, en de bestaande traditionele beleggingssector. Bitcoin en Ethereum vallen bijvoorbeeld nog altijd niet onder de klassieke definitie van een financieel instrument. Op dit vlak zien we momenteel in de VS wél belangrijke stappen. De zogeheten Clarity Act staat op het punt te worden aangenomen en schept een duidelijk regelgevend kader voor digital assets, waarbij ook altcoins onder een formele regulering komen te vallen. Dit opent de deur voor

FIGUUR 1: EFFECT TOEVOEGEN CRYPTO AAN STANDAARD 60/40-PORTEFEUILLE



‘Onze ambitie was vanaf het begin om digital assets daadwerkelijk investeerbaar te maken voor de traditionele beleggingswereld.’

brede institutionele adoptie. Het is onze verwachting dat dit leidt tot een grote kapitaalinstroom, omdat veel traditionele beleggers wachten op precies dit soort juridische duidelijkheid. Opvallend genoeg blijft het in Europa en de media relatief stil rondom deze ontwikkelingen, terwijl dit in mijn ogen een van de belangrijkste mijlpalen is voor de erkenning van crypto als volwassen asset class.’

Waarom beschouwen jullie crypto inmiddels als een volwaardige asset class?

‘De reden is eigenlijk heel feitelijk. Verschillende onderzoeken, waaronder onze eigen analyses, laten zien dat het opnemen van Bitcoin, en zelfs een beperkte allocatie naar altcoins, het risico-rendementsprofiel van een traditionele portefeuille duidelijk verbetert. Niet alleen stijgen de annualized returns en Sharpe-ratio's significant, ook de drawdowns nemen niet noemenswaardig toe. Vanuit portefeuilletheorie is dat een zeer krachtige combinatie. We zien bovendien dat deze theoretische voordelen inmiddels worden bevestigd in de praktijk. De eerste vermogensbeheerders hebben al een allocatie gedaan via ons fonds, en in de komende maanden verwachten we een verdere instroom vanuit vooral traditioneel georiënteerde beleggers. Het besef groeit dat crypto inmiddels een blijvende asset class is. Deze trend zien we niet alleen in Nederland, maar door heel Europa. Met name Zwitserland loopt hierbij voorop.’

Wat is de kernreden om nú een allocatie te overwegen?

‘De cryptomarkt bevindt zich nog altijd in een vroege fase van institutionele adoptie, maar we staan volgens mij aan de vooravond van een omslagpunt. De eerdergenoemde ontwikkelingen in de VS, zoals de Clarity Act en de eerder aangenomen Genius Act voor stablecoins, markeren het ontstaan van een

volledig regelgevend kader. Zodra institutionele beleggers in de VS crypto op een toegestane en gereguleerde manier kunnen omarmen, zal de asset class naar verwachting een nieuwe groeifase ingaan. Het is aannemelijk dat dit effect uiteindelijk ook in Europa en andere regio's voelbaar wordt. Voor beleggers die strategisch vooruitkijken, is dit een logisch moment om te overwegen exposure op te bouwen, voordat deze instroom breed plaatsvindt.’

Hoe zou een strategische allocatierange eruit kunnen zien voor verschillende beleggerstypen?

‘In mijn optiek is het ontbreken van een bescheiden strategische allocatie een duidelijk gemis. Het doet me denken aan eerdere fases waarin nieuwe beleggingscategorieën, zoals emerging markets of goud, aanvankelijk weerstand opriepen, maar uiteindelijk juist essentiële bouwstenen binnen gediversifieerde portefeuilles bleken. Wat betreft allocatieranges zien we dat veel vermogensbeheerders starten met 1% tot 3% exposure, terwijl family offices vaak bereid zijn 3% tot 5% of zelfs iets meer te alloceren, afhankelijk van risicobereidheid en beleggingshorizon. Met een relatief beperkte allocatie kun je al profiteren van de asymmetrische rendementskansen, zonder dat het totale portefeuillerisico uit de pas loopt.’

Welke risico's zijn het meest bepalend en welke fouten zien jullie professionele beleggers het vaakst maken?

‘Ik ben blij dat steeds meer professionele partijen crypto serieus benaderen. Toch zie ik één fout vaak terugkomen: men begint meestal uitsluitend met Bitcoin, omdat dat voelt als de veilige keuze binnen een nieuwe asset class. Dat is begrijpelijk, maar mogelijk niet de plek waar het hoogste toekomstige rendement te behalen valt. Het doet me denken aan investeren in IBM of telecombedrijven tijdens de internetboom: solide rendementen, maar de echte waardecreatie zat in de Amazons, Googles en Facebooks van die tijd. De altcoinmarkt biedt vandaag een vergelijkbare kans. Er bestaan inmiddels protocollen en applicaties met een uitzonderlijk aantrekkelijk risico-rendementsprofiel, die echte inkomsten genereren en waarvan de waarde terugvloeit naar tokenhouders. De essentie is dus: spreiding en grondig onderzoek. Een goed opgebouwde portefeuille binnen crypto kan enorme potentie hebben, mits je verder kijkt dan de ‘bekende namen.’ ■



Martijn van Veen

Managing Director & Partner,
M11 Funds

IN HET KORT

Een cryptofonds dat voldoet aan het AIFMD-regelgevingskader is op een vertrouwde en gereguleerde manier investeerbaar voor traditionele vermogensbeheerders.

Uit onderzoek blijkt dat crypto het rendement én de Sharpe-ratio omhoogtilt zonder noemenswaardige extra drawdown.

De aanstaande Amerikaanse Clarity Act kan een historische katalysator worden voor wereldwijde institutionele instroom.

De grootste beginnersfout: alleen Bitcoin kopen. Een betere aanpak is spreiding, due diligence en selectieve altcoin-exposure voor optimale asymmetrie.

Van buzz naar basis: AI voor beleggers

Tijdens gesprekken met investeerders hoor ik steeds vaker de term 'AI-washing'. Maar wat is AI vandaag, en wat is haar rol in het beleggingsteam van morgen?

Door *Reza Kahali*

Als student bouwde ik Bayesiaanse netwerken om de volatiliteit van aandelen te schatten. Bij GSK ontwikkelden we 'digital-twin' modellen om machines te simuleren voor de productie van astma-medicatie. Bij NN IP (nu GSAM) werkten we weer met totaal andere modellen, om beleggingsideeën te genereren. Dit alles werd destijds al onder de noemer AI geschaard.

Maar sinds GPT-3 associëren we AI vooral met generatieve taalmodellen die data produceren. Dat is echt anders dan bijvoorbeeld het model van de Belastingdienst dat fraude detecteert. Dat is een discriminatief model dat geen data genereert maar classificeert.

En AI-analisten of -agenten? Dat zijn diezelfde taalmodellen waarmee je een autonome agent nabootst. Denk aan agent Smith uit The Matrix. Nabootsen doe je door een recursief proces op gang te brengen via vragen-antwoord-interacties. Interacties tussen het taalmodel en bijvoorbeeld het internet, andere taalmodellen of planningsalgoritmes.

Om die uitdagingen te begrijpen, moeten we beginnen bij de oorsprong: machinevertaling en spraak-synthese. In 2016 deed ik econometrisch onderzoek voor macro-simulaties. Machinevertaling ontwikkelde zich snel en was een enorme inspiratiebron. Of je het nu over reeksen consumentenprijzen hebt of over woordreeksen: beide zijn tijdreeksen.

Een paar jaar eerder (2014) beschreven Sutskever (een van de oprichters van OpenAI) en anderen een Long Short-Term Memory (LSTM)-netwerk dat een zin encodeert in een vaste vector, waarna een tweede LSTM een nieuwe zin decodeert. De onderzoekers merkten echter dat één vaste vector met alle tekst en recursie een knelpunt was. Ze introduceerden het concept van 'softe aandacht' om dit op te lossen. Met aandacht kan het model tijdens het decoderen relevante delen van de tekst

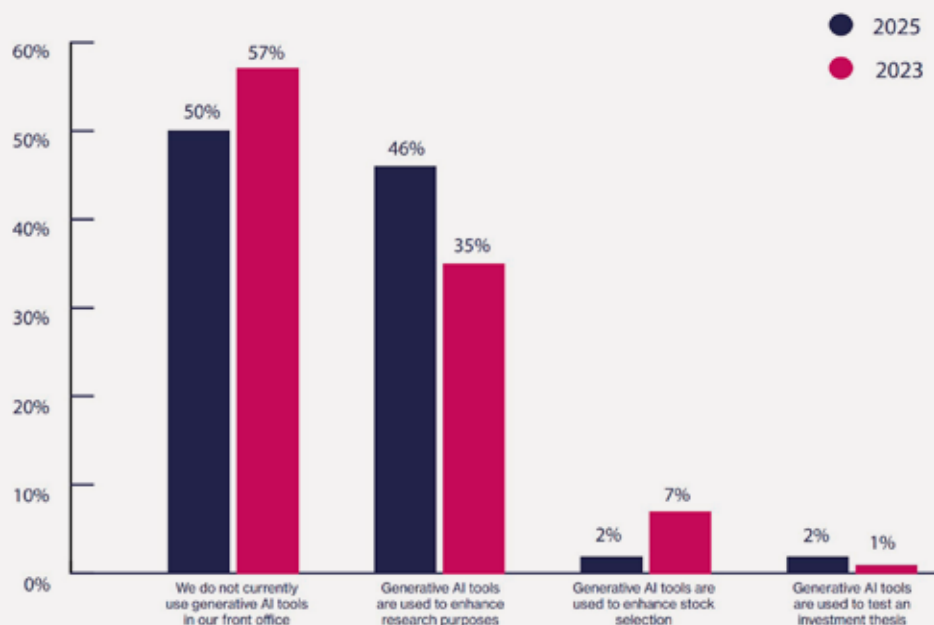
activeren. Hierdoor werd de rekenkracht efficiënter.

In 2016 wees een senior onderzoeker bij Ortec Finance mij op het paper 'WaveNet'. 'Hier moet je echt naar kijken voor tijdreeksen', zei hij. Ik was verbluft. WaveNet (2016) liet zien dat convolutionele netwerken ook tijdreeksen kunnen modelleren en genereren zonder recursie. In hun geval was de reeks rauwe audio.

En als klap op de vuurpijl introduceerden Vaswani en anderen in 2017 het Transformer-model met zelf-attentie. Er waren geen recursie of convoluties meer, waardoor het meer paralleliseerbaar is en zeer grote modellen mogelijk werden. Sindsdien vormen Transformers de kern van bijna alle moderne AI-systemen.

De grote uitdaging is dat deze fundamenteel uitgaan van een statische wereld.

FIGUUR 1: GEBRUIK VAN AI-TOOLS BINNEN VERMOGENSBEHEER



Bron: AIMA, 'Charting the course: Lessons from AI leaders in alternative investment', p. 31

Taal verandert wel, maar heel langzaam (lees bijvoorbeeld eens literatuur uit de 19de eeuw). Markten en de economie zijn dynamischer.

Het eerste struikelblok is een bekende: overfitting. Een model dat te goed leert op historische data en slechter op nieuwe data presteert. Het fine-tunen van grote modellen leverde fantastische resultaten in de tests op. Maar bij nieuwe data generaliseerden de AI-analisten niet goed. De literatuur en ervaring leren dat een mix van kleinere, taakgerichte modellen met zorgvuldig contextmanagement stabiel en voorspelbaarder is. Veel beter dan één monsterlijk model.

Het tweede probleem is inherent aan generatieve modellen: hallucinaties. Taalmodellen verzinnen 'feiten' die logisch klinken, maar onwaar zijn. Zie een groot taalmodel als een compressor van de wereld: miljarden parameters comprimeren en coderen patronen. Bij gebruik wordt deze kennis weer gedeprimeerd. Het model heeft echter niet altijd genoeg 'bits'. Dan vult het de leemte met het meest waarschijnlijke patroon – dat soms onjuist blijkt te zijn.

Voorbeeld: comprimeer een foto van een meisje met een moedervlek. Bij compressie verdwijnt het detail van de moedervlek. Reconstrueer je de foto, dan vult het model die plek met haar huidskleur. Het resultaat is een subtiele 'hallucinatie', een meisje zonder moedervlek. Dit komt doordat het model niet geoptimaliseerd is om de waarheid te vertellen, maar om het meest waarschijnlijke scenario te schetsen.

In mijn ervaring helpt het enorm om je AI-analist gezaghebbende data als vangrail mee te geven. Bijvoorbeeld feiten uit officiële databases en officiële statistieken. Maar ook technieken zoals 'Chain-of-Verification' of 'DoLa' kunnen helpen. Vertrouwde statistische methodes blijven echter nuttig. Denk aan stabiliteits-testen met herhaalde runs en Monte Carlo-simulaties.

Het derde probleem is datacontaminatie. Denk bijvoorbeeld aan een specialistisch macro-AI-analist die advies moet geven tijdens de COVID-19-beurscrash. Deze modellen hebben in de voortraining vaak al onderzoeken uit 2021–2022 gezien. In de simulatie geeft de analist perfecte voorspellingen. Niet vanuit 'analyse', maar vanuit 'gelekte' kennis.

Ruis of fictieve variaties toevoegen helpt, zodat het originele patroon niet meer letterlijk in de data zit. Daarnaast is Domein-overdracht handig: vergelijkbare vragen stellen in een nieuwe context. Het model kan dan niet simpelweg het geijkte antwoord ophalen. In de praktijk kun je een neuraal netwerk niet eenvoudig specifieke kennis ex-ante laten vergeten.

Er spelen natuurlijk meer zaken binnen een professioneel beleggingsteam. Denk aan algoritme-aversie. Dit viel mij als jonge 'quant' al op. Mensen vertrouwen vaak meer op hun eigen oordeel dan op dat van een algoritme, ook al is het algoritme beter. Ze kiezen liever voor eigen risico en eer dan voor een consequent inschatbaar resultaat. Mede

daarom is de adoptie daar dan ook laag (zie Figuur 1). De kansen zijn echter groot.

Stel bijvoorbeeld dat je financieringsstress in de Amerikaanse repomarkt wilt bepalen. Je kwantitatieve model kan het verschil analyseren tussen de overnight-reporente en het middelpunt van de federal-funds-doelbandbreedte, ofwel de repo-spread. Vervolgens beoordeelt het statistisch model of dit verschil abnormaal is. Daarnaast leest je AI-analist academisch onderzoek en het beleidsplan van de centrale bank. Zo schat hij in of het beleid naar verwachting meer of minder liquiditeit oplevert. Daarmee kan de AI-analist de blinde vlekken in je kwantitatieve modellen aanvullen, iets wat een ervaren beleggingsstrateeg normaliter deed. Je statistisch model kleurt bijvoorbeeld felrood, maar je AI-analyst geeft aan dat het beleid dit heeft gecorrigeerd.

Mijn overtuiging is dan ook dat de toekomst van beleggen ligt in samenwerking tussen mens en AI. De AI-analisten en modellen verwerken razendsnel data en voeren strategieën uit. Daaromheen staan menselijke professionals voor creatief denken, strategie uitzetten en out-of-the-box-ideeën.

Deze modellen kun je nog niet succesvol de opdracht geven om bijvoorbeeld een geheel nieuwe beleggingsfilosofie te ontwikkelen of radicaal andere invalshoeken te verzinnen. Daar zijn wij mensen (voorlopig) beter in. ■



Reza Kahali

Fund Manager en CEO,
argan.ai

IN HET KORT

De fundamenteën van AI gaan uit van een statische wereld. Dat werkt goed bij taal, die slechts langzaam verandert, maar markten en economie zijn juist dynamisch.

Moderne AI biedt enorme kansen, maar kampt met de bekende hoofdpijndossiers: 1. Overfitting 2. Hallucinaties en 3. Datacontaminatie.

Oplossingen liggen onder meer in kleine gespecialiseerde AI-agenten, schone en gezaghebbende databronnen, verificatieketens, stochastische runs of domeinoverdracht.

De toekomst ligt in de samenwerking tussen mens (creativiteit) en een combinatie van AI en klassieke modellen.

Kansen verschuiven in een wereld met een hogere inflatie

Door Michiel Pekelharing Fotografie Cor Salverius Fotografie



Welke regio heeft de beste beleggingsvooruitzichten? Zitten er voor Europa ook voordelen aan het protectionistische beleid van de Amerikaanse president Trump? En hoeveel zorgen moeten beleggers zich maken over een oploeiende inflatie? Tijdens het Outlook-seminar van Financial Investigator kwamen deze en andere vragen aan bod in een paneldiscussie over macro-economie en asset classes, onder leiding van dagvoorzitter Olaf van den Heuvel.

Volgens Ineke Valke, Senior Beleggingsstrategist bij Wealth Management Partners, zijn de inflatievooruitzichten sterk regiogebonden: 'De inflatie blijft in de VS waarschijnlijk hardnekkig hoger dan in Europa. Dat komt onder meer door de impact van nieuwe tarieven, de zwakke dollar en fiscale maatregelen, die de prijzen opdrijven. In Europa is het beeld meer gemengd. Deglobalisatie en overheidsinvesteringen zorgen voor een opwaartse druk. Tegelijkertijd drukken de sterkere euro, meer concurrentie en Chinese dumping de prijzen. Uiteindelijk verwacht ik in Europa een gematigd inflatiebeeld en een beperkte groei, mede door kostenbesparingen en belastingverlagingen.' Valke wijst erop dat de impact van de Amerikaanse handelstarieven nog niet volledig in de cijfers zit. 'De impact is vertraagd. Door politieke onzekerheid en doordat de regering-Trump niet alle maatregelen direct heeft doorgevoerd, worden de echte effecten pas in 2026 zichtbaar.'

Volgens Frédéric Leroux, Hoofd van het Cross Asset-team bij Carmignac, tekent zich op het vlak van inflatie een fundamentele omslag af: 'We zijn een nieuw tijdperk van structureel hogere inflatie ingegaan. De globalisering die decennialang de inflatie temperde, is voorbij. Deglobalisatie, demografische

trends, geopolitieke spanningen en sociale druk leiden tot blijvend hogere prijzen.' Volgens Leroux is het tijdperk van 'lage inflatie en lage rente' definitief voorbij: 'Trump wil de dollar verzwakken. Hij voert de druk op de Federal Reserve op om de beleidsrente te verlagen, en hij voert belastingverlagingen door. Dat is allemaal inflatoir. Zelfs als technologische vernieuwing banen vernietigt, zal dat te langzaam gaan om de opwaartse prijsdruk te compenseren.'

Charles Kalshoven, Expert Beleggingsstrategist bij APG Asset Management, ziet ook dat de structurele inflatierisico's zijn toegenomen. Hij focust voornamelijk op de Europese inflatie, die volgens hem gemiddeld waarschijnlijk iets hoger uitkomt dan de ECB-doelstelling van 2% op de wat langere termijn. 'De wereld is minder voorspelbaar geworden. Onder meer door deglobalisering en geopolitieke verrassingen neemt het gevaar van inflatieschokken toe. Als gevolg daarvan zal de gemiddelde inflatie hoger uitpakken dan het 2%-doel van de ECB. Die doelstelling blijft ongetwijfeld hetzelfde, maar de ECB gaat 'overshooting' niet compenseren met 'undershooting'. Na bijvoorbeeld twee jaar met 4% inflatie – dat is cumulatief 4% te veel – zal de ECB niet vier jaar lang gaan sturen op 1% inflatie om dit weer goed te maken. Om die reden zal de gemiddelde inflatie op de lange termijn eerder uitkomen op 2,25% à 2,5%. De jaren waarin de inflatie de 2% niet duurzaam haalde – zo tussen de GFC en Covid – liggen echt achter ons.'

Diversificatie: weg van de VS?

Dagvoorzitter Olaf van den Heuvel schuift de vraag naar voren of het verstandig is om met het vooruitzicht van een wat hogere inflatie om te schakelen naar een beleggingsbeleid waarin de VS niet langer centraal staat. De zaal is het daar grotendeels mee eens, maar de panelleden zien nuance.

'Ik zou uiteraard nooit volledig uit de VS stappen,' zegt Valke. 'De winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven blijft indrukwekkend. De innovatiekracht – zeker op het gebied van AI – zorgt voor structurele kansen. Iedereen roept al maanden dat je uit de VS moet, maar de markt blijft sterk. In plaats van Amerikaanse aandelen te >



VOORZITTER

Olaf van den Heuvel

CIO, Achmea Investment Management



Charles Kalshoven

Expert Beleggingsstrategist, APG Asset Management



Frédéric Leroux

Hoofd Cross Asset Team, Carmignac



Ineke Valke

Senior Beleggingsstrategist, Wealth Management Partners

‘Grondstoffen zijn een wat onopvallende vriend: geen gangmakers op het feest, maar wel steunpilaren in nood.’

negeren, zou je naar mijn mening licht kunnen onderwegen in de portefeuille.’

Kalshoven benadrukt dat een hogere inflatie geen aanleiding zou moeten zijn om de regiospreiding van de portefeuille tegen het licht te houden. Een reden is dat aandelen in feite real assets zijn. In plaats daarvan is het een betere benadering om de dollarexposure af te dekken, omdat een hogere inflatie zich uiteindelijk vertaalt in een zwakkere munt. Kalshoven: ‘Veel institutionele beleggers hebben hun dollar-afdekking dit jaar vergroot. Dat lijkt me zinvoller dan een geografische rotatie puur vanwege inflatie.’

Leroux rekent er wel op dat een wat hogere inflatie zich in de beleggingswereld laat voelen via een stijgende rente. ‘Dat is slecht nieuws voor groeiaandelen. De hele pro-VS trade van het afgelopen decennium wordt in zo’n scenario afgewikkeld. Beleggers zullen winst nemen op Amerikaanse tech-aandelen en overstappen naar waarde-aandelen in Europa, Japan en opkomende markten. Dat is een fundamentele rotatie. Dus weg van de VS, richting cyclische en door waarde gedreven markten.’

Het vooruitzicht dat een hogere inflatie zich laat voelen in de beleggingswereld, roept bij Van den Heuvel de vraag op of grondstoffen en goud een betrouwbare inflatiebescherming blijven. ‘Ja,’ zegt Leroux zonder aarzeling. ‘Inflatie en economische groei gaan de komende jaren hand in hand. Overheden hebben al

jarenlang geprobeerd om de verhouding tussen het bbp en de staatsschuld te verlagen via het inkrimpen van de staatsschuld. Dat is niet gelukt, dus nu zetten ze in op een hoge nominale groei. Dat creëert een enorme vraag naar grondstoffen. AI drijft bovendien de vraag naar energie en metalen als koper verder op. Grondstoffen zijn een logische hedge, maar veel beleggers hebben zichzelf die optie ontnomen vanwege ESG-criteria of reputatierisico’s. Daardoor zal de allocatie naar grondstoffen laag blijven, terwijl ze juist nodig zijn.’

Daar maakt Kalshoven wel een aantekening bij: ‘Grondstoffen zijn een wat onopvallende vriend: geen gangmakers op het feest, maar wel steunpilaren in nood. De gemiddelde langetermijnrendementen zijn niet spectaculair, maar bij inflatieschokken doen ze het goed. Ze functioneren als verzekering. Je hoopt dat je ze niet nodig hebt, maar in tijden van stress bewijzen ze hun waarde.’

De grondstofdiscussie roept in de zaal de vraag op of goud een plaats verdient in de beleggingsportefeuille. De afgelopen jaren is de waarde flink gestegen. Leroux: ‘Achter de goudrally gaan twee factoren schuil. Centrale banken diversifiëren weg van de dollar, en reële rentes blijven laag of negatief. Dat is een perfect klimaat voor goud. Op korte termijn kan het corrigeren, maar structureel blijft het interessant.’ Kalshoven gaat daar grotendeels in mee: ‘Voor beleggers met een 60/40-portefeuille kan goud een waardevolle stabilisator zijn, juist als rente- en aandelenmarkten tegelijkertijd onder druk staan.’

Waar liggen de kansen?

Na de inflatie- en grondstoffendiscussie verschuift Van den Heuvel het gesprek naar de vraag waar in dit veranderende macroklimaat kansen liggen voor beleggers. Valke kijkt daarbij naar specifieke marktsegmenten: ‘Wij zien veel potentie in Japan, China, smallcaps en private assets. In Japan is er eindelijk een generatie bedrijfsleiders die bereid is te hervormen. De corporate governance wordt aangescherpt en de winstgevendheid verbetert structureel. De nieuwe premier brengt die voor beleggers

‘De winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven blijft indrukwekkend. De innovatiekracht – zeker op het gebied van AI – zorgt voor structurele kansen.’

gunstige ontwikkelingen in een stroomversnelling. De yen is wel een risicofactor, maar het structurele beeld is positief. Iets naar het westen tekent zich ook in China een omslag af. Daar mogen bedrijven tegenwoordig winstmaximalisatie nastreven. Bovendien stimuleert de overheid de binnenlandse vraag. Lage waarderingen maken het aantrekkelijk om daar nu in te stappen. Een ander interessant segment zijn smallcaps, die een inhaalslag kunnen maken. Deze aandelen zijn lang achtergebleven bij largecaps, maar profiteren straks van lagere korte rentes, stijgende overnames en aantrekkelijker waarderingen.'

Daar sluit Leroux zich bij aan: 'Smallcaps zijn inderdaad ondergewaardeerd. Daarnaast heb ik twee extra ideeën voor beleggers. De eerste is om inflatieswaps te kopen. De markt prijst een gemiddelde inflatie in van 2,5% voor de komende tien jaar in de VS. Dat is te laag en met inflatieswaps profiteer je daar veel slimmer van dan met inflation linked-obligaties. Daarnaast is het interessant om nu naar energie te kijken. Beleggers hebben momenteel heel kleine posities in grondstof- en energiesectoren, precies zoals bij China net voordat die markt herstelde. Trump's beleid zal de samenwerking tussen Rusland, China en India versterken, wat groei in die regio's aanjaagt. Dat kan de energieprijzen omhoog jagen.'

Kalshoven noemt geen specifieke beleggingskansen, maar ziet wel een uitgelezen mogelijkheid voor Europa: 'Trump maakt de VS met onder meer een streng immigratiebeleid en aanvallen op universiteiten minder aantrekkelijk voor toptalent. Dat biedt Europa de kans om wetenschappers en innovators aan te trekken. Dat klinkt misschien indirect, maar het is wél een concurrentievoordeel op lange termijn. Kennisnetwerken kunnen verschuiven richting Europa als we het slim aanpakken.'

Obligaties en actief versus passief

Uit de zaal komt de vraag naar voren of beleggers zich zorgen moeten maken over de kwaliteit van Europese staatsobligaties, nu overheden meer willen investeren en begrotingen willen verruimen. Valke kijkt

'We zijn een nieuw tijdperk van structureel hogere inflatie ingegaan. De globalisering die decennialang de inflatie temperde, is voorbij'

bij de positionering op de vastrentende markt vooral naar de gemiddelde resterende looptijd: 'Wij hebben een lagere rentegevoeligheid in de portefeuille, omdat we verwachten dat de rente zal oplopen. Binnen de obligatiemarkten zien we vooral kansen in investment grade-obligaties en wereldwijd hoogrenderende leningen. De fundamentals zijn sterk, en er is nog voldoende buffer om eventuele defaults op te vangen.' Leroux waarschuwt dat het inflatierisico onderschat wordt: 'De markt prijst te weinig inflatie in. Dat is een gevaar. Wie nu alleen op staatsobligaties vertrouwt, loopt een asymmetrisch risico. Wij prefereren kortere duur en instrumenten die direct profiteren van hogere inflatie.'

Tot slot vraagt Van den Heuvel of dit het moment is om terug te keren naar actief beleggen, in plaats van het passief volgen van een index. Valke neigt daar wel naar. 'We zitten laat in de cyclus, de verschillen tussen regio's en sectoren nemen toe. Dan loont een iets actievere selectie. Tegelijkertijd blijft kostenefficiëntie belangrijk, dus een gemengde aanpak is logisch.' Kalshoven waagt zich niet aan het timen van de marktcyclus: 'Er is een plek voor actief beleggen, maar dat zit meer in fundamentele analyse dan in timing. Vertrekpunt voor een langetermijn-belegger is toch vooral de marktportefeuille. Afwijken is alleen zinvol als je echt overtuigd bent. Concentratie in AI-aandelen is een risico, maar wie zegt dat het niet nog jaren doorloopt? Het is lastig om de winnaars te kiezen.' Volgens Leroux is dat echter geen doorslaggevend argument om voor indexoplossingen te kiezen: 'Ik ben meer een macro-man dan een stockpicker. Maar ik zie dat beleggers te zelfgenoegzaam zijn geworden door de jarenlange outperformance van passieve strategieën. In een wereld met meer volatiliteit en inflatie komt actief beheer terug.' ■

IN HET KORT

Inflatie blijft hoger en volatieler door deglobalisatie, geopolitieke spanningen en Amerikaans beleid.

De VS blijft belangrijk, maar een lichte onderweging is logisch. Dollarafdekking is relevanter dan regio-rotatie.

Grondstoffen en goud bieden blijvende bescherming bij inflatieschokken.

Kansen liggen onder andere in Japan, China, smallcaps, energie en inflatieswaps.

Europa kan profiteren van Amerikaans protectionisme door talent en innovatie aan te trekken.

Actief beheer wint aan waarde in een volatieler klimaat.

AI-hausse maakt markt kwetsbaar in 2026

Door Michiel Pekelharing Fotografie Cor Salverius Fotografie



De beleggingsvooruitzichten voor 2026 lijken gunstig, maar het CIO-panel van het Outlook-seminar van Financial Investigator waarschuwt dat onder de AI-gedreven rally aanzienlijke risico's schuilgaan. Hoge waarderingen, synchroon bewegende markten en geopolitieke spanningen maken het sentiment kwetsbaar. Het debat verschuift daarom van kansen naar de vraag: hoe bescherm je portefeuilles in 2026?

Voor beleggers ontvouwt 2025 zich als een mooi jaar, met degelijke aandelen- en obligatierendementen aan beide kanten van de Atlantische Oceaan. Moderator Olaf van den Heuvel kiest ervoor om in de aanloop naar de jaarwisseling eerst de schijnwerpers te zetten op de risico's in plaats van de kansen. In dit opzicht trekt de rally van aandelen met een link naar kunstmatige intelligentie al snel de aandacht.

Salman Ahmed waarschuwt dat de basis onder de AI-hausse kwetsbaarder is dan je zou denken. De enorme investeringen in infrastructuur en technologie dragen in zijn ogen momenteel de groei en het markt-sentiment. Maar dat maakt de markt ook afhankelijker van een enkele verhaallijn. 'De causaliteit is veranderd,' stelt Ahmed. 'Voorheen dreef de macro de markten, nu bewegen markten de macro. Als het AI-verhaal hapert, wordt dat macro-economisch relevant.'

Wouter Sturkenboom sluit zich daarbij aan. Hij benadrukt dat waarderingen nu over een breed front zijn opgelopen. Creditspreads zijn zeer krap, aandelenwaarderingen liggen hoog, en vrijwel elke risicocategorie heeft de wind in de rug gehad. In dit klimaat is de ruimte voor teleurstelling klein. 'Of het nu gaat om AI, inflatie of groei: het kost weinig om het sentiment te laten kantelen.'

Han Dieperink voegt toe dat risico's vaak niet komen van waar iedereen ze verwacht.

'Het is meestal de slang die je niet ziet, die je bijt.' Hij ziet een boom-bust-scenario als een reële mogelijkheid wanneer groei te hard gaat. Een oververhitte markt kan abrupt omslaan. Bob Homan wijst op een andere kwetsbaarheid: 'De winsten blijven achter bij de euforie. In Europa was er in 2025 vrijwel geen winstgroei. Die is doorgeschoven naar volgend jaar, terwijl de koersen wel zijn opgeveerd. De markt rekent nu op een winststijging van meer dan 10%. Dat kan makkelijk tegenvallen.'

Diversificatie of 'all-in' op kunstmatige intelligentie

Op de vraag van Van den Heuvel of 2026 vraagt om geconcentreerde posities of juist om brede diversificatie, splitst het panel in twee kampen. Dieperink betoogt dat bullmarkten zelden van leiders wisselen: 'De grote technologiebedrijven zijn de winnaars van deze cyclus. Dat blijven waarschijnlijk ook de winnaars tot het einde van deze bull market.' Volgens Homan vraagt actief beheer om concentratie: 'Je moet durven inzetten op de winnaars. Wij blijven overwogen in zes van de zeven Magnificent-namen – alles behalve Tesla. Er gaat zeker een omslag komen, maar voorlopig nog niet.' Sturkenboom neemt het tegenovergestelde standpunt in. Voor hem is diversificatie juist nu essentieel: 'De techbubble is niet gebarsten, maar dat gaat volgend jaar of in 2027 gebeuren. Het gezegde luidt dat je het dak moet repareren terwijl de zon schijnt. Diversificatie is de beste vorm van het dak repareren en de zon schijnt nu volop.'

Ahmed nuanceert dat diversificatie in 2025 juist niet heeft geholpen: 'Emerging market-obligaties, aandelen en bedrijfsobligaties stegen allemaal tegelijk. Het is beter om een brede bron van rendement te hebben dan één pijnpijn, maar het blijft een uitdaging als markten zo synchroon lopen.'

Door de zware weging van Amerikaanse aandelen in de wereldindex gaat er behoorlijk wat aandacht uit naar de impact van de dollar op het beleggingsrendement. In dit opzicht is er opvallend veel overeenstemming. Homan verwacht een gestage verzwakking richting een dollar van 1,25 euro. 'De nominale groei in de Verenigde Staten ligt wat hoger. Maar het begrotingstekort wordt kleiner, zodat de enorme kapitaalinstroom die de dollar



VOORZITTER

Olaf van den Heuvel

CIO, Achmea Investment Management



Salman Ahmed

Global Head of Macro and Strategic Asset Allocation, Fidelity International



Han Dieperink

CIO, Auréus



Bob Homan

CIO, ING Investment Office



Wouter Sturkenboom

CIO, Providence Capital

‘Het gezegde luidt dat je het dak moet repareren terwijl de zon schijnt. Diversificatie is de beste vorm van het dak repareren en de zon schijnt nu volop.’

jarenlang steunde, zal afnemen.’ In zijn ogen moet je als belegger het valutarisico niet afdekken: ‘Dat kost je elk jaar 2% van je rendement.’

Ahmed meent dat de dollar een meerjarige dalende trend heeft ingezet. Maar dat betekent volgens hem nadrukkelijk niet dat

er in de financiële wereld snel een alternatief komt voor de rol die de Amerikaanse munt vervult: ‘Geen enkele andere munt heeft een open kapitaalrekening, voldoende diepte in de financiële markten, en de institutionele infrastructuur om het wereldwijde handels- en financieel systeem te dragen. Een vervanger voor de dollar komt er niet. En al helemaal niet snel.’ Ahmed wijst daarbij wel op een structu-

rele verschuiving. ‘In Azië kopen centrale banken massaal goud als bescherming tegen mogelijke Amerikaanse sancties. Het gaat dus niet alleen om rendement of diversificatie, maar om geopolitieke risico-beheersing.’

Dieperink vult aan dat de dollar in tijden van stress de ultieme veilige haven blijft: ‘Aan het eind van vorig jaar was iedereen extreem positief over de dollar. Het optimisme was gevaarlijk hoog. Maar in crises blijft het de reservemunt.’

Goud en de strategische asset mix

Van den Heuvel grijpt de discussie aan om de vraag voor te leggen of goud een plaats verdient in de strategische asset allocatie. In de zaal gaan de groene bordjes massaal omhoog, maar het panel is diep verdeeld. Sturkenboom is kritisch: ‘Goud heeft geen vaste inkomstenstroom, zoals dividend of

rente. Je maakt opslagkosten en bovendien neemt het in de portefeuille de plaats in van beleggingen die wél een vaste inkomstenstroom bieden. Daar komt bij dat de prijs van goud voor een groot deel bepaald wordt door de mate van vertrouwen in de financiële wereld. Dus als je goud als onderdeel ziet van de strategische asset allocatie, investeer je structureel in het verlies van vertrouwen. Op basis van de onderliggende kenmerken en vanuit beleggingsoogpunt laat ik goud links liggen.’

Dieperink noemt goud zelfs een ‘greater fool-asset’, vergelijkbaar met bitcoin: ‘Je moet het verkopen aan iemand die bereid is méér te betalen dan de prijs waar jij het voor kocht. Dan kan je beter investeren in industriële en energietransitiemetalen, waar echt een economische vraag achter zit.’

Ahmed heeft echter een heel andere kijk: ‘In Azië is het wantrouwen jegens het Westen zo groot, dat centrale banken hun goudreserves blijven uitbreiden. Het wordt erger voordat het beter wordt. Er is nog geen oplossing in zicht voor de oorlog in Oekraïne en ik houd rekening met een handelsoorlog tussen Europa en China. Bovendien maak ik me zorgen over de grote discrepantie tussen het optimisme in het bedrijfsleven en de sterk toenemende handels- en geopolitieke risico’s. In dit klimaat is goud een noodzakelijke hedge.’

Homan kijkt in dit opzicht naar de zeer lange termijn: ‘Over de afgelopen 200 jaar heeft goud nauwelijks meer opgeleverd dan inflatie. De afgelopen 25 jaar zijn in dit opzicht de uitzondering. Als je uitgaat van mean reversion, zullen de komende decennia minder vriendelijk zijn voor goud.’

Opkomende markten en private markets

Zowel de zaal als de CIO’s zijn enthousiast over opkomende markten. ‘De waarden liggen laag, de economische groei is aantrekkelijk, en ook op het vlak van kunstmatige intelligentie en technologie hebben deze landen veel te bieden, wat Homan samen.

Ahmed benadrukt dat opkomende markten een sleutelrol spelen in de geopolitieke hervakeling van de wereld: ‘Wanneer de VS, China en Europa hun strategische supply chains willen veiligstellen, worden

‘De winsten blijven achter bij de euforie. In Europa was er in 2025 vrijwel geen winstgroei. Die is doorgeschoven naar volgend jaar, terwijl de koersen wel zijn opgeveerd.’

opkomende markten de onmisbare schakels.’

Sturkenboom is uitgesproken positief over frontier markets zoals Vietnam: ‘Dat is een stockpickers paradise. In tegenstelling tot bijvoorbeeld China hebben frontier markets minder last van oplopende geopolitieke spanningen en als actieve belegger kan je echt het verschil maken als je je huiswerk goed doet. In onze wereldwijde aandelenportefeuille wegen frontier markets net als opkomende landen voor 5% mee.’

Ook over de vooruitzichten van private markets is het CIO-panel positief. Homan benadrukt dat met name private credit wel een heel breed begrip is: ‘Aan de ene kant heb je structuren waarvan het profiel vergelijkbaar is met dat van staatsobligaties, terwijl een ander deel van de markt zich kenmerkt door hoge rendementen en een hoge hefboom. Ik kies dan liever positie in het wat meer conservatieve segment. Private equity past vanuit diversificatieoogpunt prima in een portefeuille. Maar met de opkomst van allerlei nieuwe structuren zoals evergreens vraag ik me af of het rendement in de toekomst ook hoger ligt dan dat op de aandelenmarkt.’

Dieperink: ‘De rendementen op private markets lopen veel verder uiteen dan in het beursgenoteerde segment. Implementatie, een goede managerselectie en kosten-beheersing zijn dé grote uitdagingen.’

‘De vraag naar koper, nikkel en andere kritieke materialen zal structureel toenemen. Mijnbouwbedrijven en smart grid-bouwers kunnen de winnaars worden in deze beweging.’

‘Voorheen dreef de macro de markten, nu bewegen markten de macro. Als het AI-verhaal hapert, wordt dat macro-economisch relevant.’

Sturkenboom plaatst private assets in perspectief: ‘Wereldwijd is slechts 4% van alle assets beursgenoteerd. De rest is privaat. Zo bekeken kan je niet om private markets heen.’ Selectiviteit is daarbij het sleutelwoord, benadrukt ook Ahmed: ‘Centrale banken maken zich zorgen over private credit. Niet omdat het systeemrisico’s creëert zoals in 2008, maar omdat niemand precies weet wat er gebeurt in die markt. Waarderingen zijn ondoorzichtig en er zijn aanwijzingen dat vergelijkbare leningen door verschillende partijen zeer verschillend worden gemarkeerd. Binnen private markets kijken we dan ook liever naar vastgoed, dat profiteert van lagere rentes en aantrekkelijkere waarderingen.’

Opvallend genoeg zijn klimaatverandering, en vooral de financiële gevolgen daarvan, nauwelijks besproken, totdat een vraag uit het publiek dit onderwerp naar voren brengt. Dieperink ziet in de energietransitie vooral een metaaltransitie: ‘De vraag naar koper, nikkel en andere kritieke materialen zal structureel toenemen. Mijnbouwbedrijven en smart grid-bouwers kunnen de winnaars worden in deze beweging.’

Ahmed benadrukt dat klimaatrisico’s niet uniform zijn. Sommige landen – zoals India – zijn extreem kwetsbaar voor klimaatverandering, terwijl China juist een dominante leverancier van oplossingen is, met bijvoorbeeld batterijen, zonne-energie en elektrische auto’s.

Sturkenboom ziet de grootste impact juist binnen infrastructuurportefeuilles, waar fysieke assets direct blootstaan aan extreme weersomstandigheden. Het panel is het erover eens dat klimaat een structureel, financieel relevant thema wordt, maar het krijgt in de dagelijkse marktanalyse nog te weinig aandacht. ■

IN HET KORT

De AI-rally draagt in 2026 de groei, maar leidt ook tot afhankelijkheid van één dominant narratief.

Over 2026 verschillen de CIO’s van mening: sommigen pleiten voor geconcentreerde techposities, anderen voor brede diversificatie.

De dollar zal mogelijk verzwakken, maar behoudt zijn rol als reservemunt.

Opkomende markten, frontier markets en private markets bieden kansen, mits beleggers zeer selectief te werk gaan.

Macro- en multi-assets: tijd voor meer perspectief

Een vriendelijk macroklimaat biedt kansen voor 2026, maar geopolitieke verschuivingen, een verzwakkende dollar en structurele inflatie vereisen scherp risicobeheer en brede diversificatie.

Door Salman Ahmed

We gaan 2026 in met een gunstig macroklimaat. De economische groei blijft veerkrachtig en zowel het monetaire als het fiscale beleid zijn versoepelend. Belangrijke zorgen van het afgelopen jaar – zoals hardnekkige kerninflatie en de impact van hoge rentes – nemen af. Toch zijn er blijvende risico's: een mogelijke verslechtering van de arbeidsmarkt, onverwachte inflatiestijgingen, de discussie rond de onafhankelijkheid van de Fed en de dynamiek rond AI-gedreven investeringen en winstcycli. Voorlopig lijken deze factoren beheersbaar.

Onze beleggingsanalisten zien eveneens een verbeterde omgeving. Lagere rentes maken financiering goedkoper en toegankelijker, terwijl een meer pro-business beleid bedrijven ondersteunt. Onze analisten verwachten dat de kostenstijgingen binnen de bedrijven die zij volgen, de komende zes maanden grotendeels stabiel blijven, wat gunstig is voor de winstgroei.

Ondanks de positieve kortetermijnomgeving blijven er diepgaande structurele veranderingen spelen. De wereld verschuift richting meer fragmentatie na decennia van globalisering. Het presidentschap van Donald Trump weerspiegelt en versterkt deze beweging: zijn beleid heeft geresulteerd in het meest restrictieve Amerikaanse handels- en tariefbeleid sinds de Tweede Wereldoorlog. Hoewel hij afstand heeft genomen van zijn meest extreme voorstellen, blijft de tendens duidelijk protectionistisch.

Een belangrijk onderdeel van deze nieuwe strategie is de opzettelijke verzwakking van de Amerikaanse dollar. De regering wil het handelstekort terugdringen en de kapitaalstromen richting productieve binnenlandse investeringen sturen, zoals fabrieken en infrastructuur, in plaats van naar Amerikaanse staatsobligaties. De dollar wordt zo steeds meer een beleidsinstrument. In combinatie met de

discussies over de onafhankelijkheid van de Fed – die in mei 2026 zullen intensiveren wanneer Jerome Powell aftreedt – verwachten we dat de dollar in de komende jaren verder verzwakt.

Deze structurele verschuivingen betekenen dat beleggers opnieuw moeten kijken naar de risico's van het aanhouden van dollarposities. In 2026 zal de geopolitieke volatiliteit waarschijnlijk toenemen. Goud biedt in deze context belangrijke bescherming. De euro wordt aantrekkelijker, onder meer doordat de Fed waarschijnlijk sterker onder druk staat om verder te versoepelen. Tegelijk ondersteunt fiscaal beleid in Europa – zoals hogere defensie-uitgaven – de munt.

Inkomensstrategieën kunnen helpen om portefeuilles robuuster te maken. Dividendgerichte beleggingen zorgen voor stabiele kasstromen en meer spreiding buiten de dominante groei- en tech-aandelen. Beleggers moeten daarnaast rekening houden met langdurige veranderingen: de hoge weging van de VS in

wereldwijde benchmarks maakt hedgeratio's belangrijker in een omgeving met een verzwakkende dollar.

We verwachten bovendien dat de inflatie structureel hoger blijft. Hierdoor neemt de correlatie tussen aandelen en obligaties toe, wat de rol van alternatieve diversificatiebronnen versterkt: real assets, valuta's en absolute return-strategieën worden steeds relevanter.

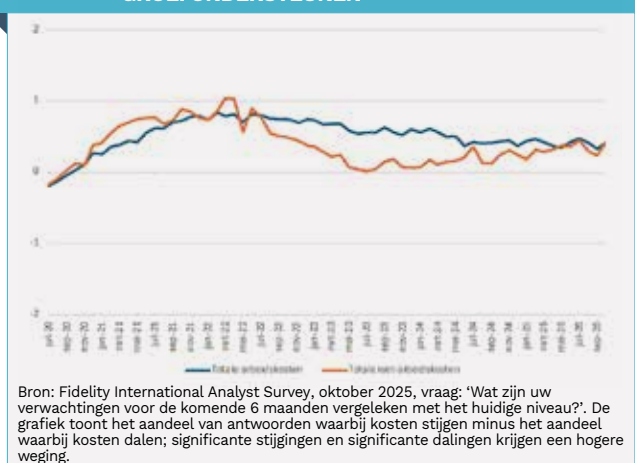
Risico's vinden

Een zwakkere dollar biedt aanzienlijke kansen in opkomende markten, een van onze belangrijkste thema's voor 2026.

In meerdere landen, zoals Zuid-Korea en Zuid-Afrika, verbeteren de fundamentals en zien we aantrekkelijke waarderingen. China blijft aantrekkelijk dankzij brede beleidssteun die ruimte creëert voor thematische kansen.

Ook lokale-valutaobligaties uit opkomende markten, vooral in Latijns-Amerika, bieden hoge reële rendementen en aantrekkelijke rentecurves. Brazilië springt eruit als favoriet, mede door

FIGUUR 1: STABIELE KOSTENSTIJGINGEN KUNNEN GROEI ONDERSTEUNEN



‘Een zwakkere dollar biedt aanzienlijke kansen in opkomende markten, een van onze belangrijkste thema’s voor 2026.’

gezonde macrofundamenten.

Wat bedrijfsobligaties betreft, blijven spreads historisch krap. De Amerikaanse markt bevindt zich in een later stadium van de cyclus, waardoor we kiezen voor kortere looptijden in een defensieve carry-strategie. Vanuit multi-assetperspectief gaat de voorkeur uit naar high yield boven investment grade, gezien de solide kredietkwaliteit en relatief betere waardering.

De rol van AI

AI blijft een drijvende kracht achter productiviteit en winstgroei. De markt ondersteunt hoge waarden in de volledige AI-keten, maar deze is breed en divers. Er zijn verschillende manieren om het AI-thema te bespelen.

Naast de grote techbedrijven

en chipproducenten zijn er bedrijven die infrastructuur, platforms en hardware leveren die essentieel zijn voor AI-implementatie. Verder is er een groeiend segment in ‘fysieke AI’: robotica, automatisering en industriële toepassingen, die naar verwachting in 2026 sterk zullen groeien.

Daarnaast ontstaat er enorme vraag naar elektriciteit. Wereldwijd is tegen 2050 ongeveer \$ 21 biljoen aan investeringen nodig in elektriciteitsnetwerken, goed voor 9 miljoen kilometer extra transmissielijnen¹. De vraag naar materialen zoals koper en uranium stijgt navenant.

Wij willen in alle segmenten van de AI-waardeketen aanwezig blijven: hyperscalers, chipmakers, maar ook de relatief goedkope achterblijvers die een

inhaalbeweging maken.

Een nieuw risicolandschap

Het positieve risicoklimaat gaat gepaard met fundamentele veranderingen die portefeuilles ook na 2026 blijven beïnvloeden.

Beleggers moeten zorgvuldiger bepalen waar zij risico nemen, zonder noodzakelijkerwijs rendement op te offeren. Ondanks verhoogde onzekerheid blijft onze houding constructief: kansen zijn er volop, mits beleggers aandacht hebben voor macro-economische, markt- en geopolitieke onevenwichtigheden en hun impact op portefeuilles. ■



Salman Ahmed

Global Head of Macro and Strategic Asset Allocation, Fidelity International

¹ Global Net Zero Will Require \$21 Trillion Investment In Power Grids, BloombergNef, 2023.

Belangrijke informatie

Beleggers dienen er nota van te nemen dat ingenomen standpunten mogelijk niet langer actueel zijn en dat er mogelijk reeds naar gehandeld is.

De waarde van beleggingen en de daaruit voortvloeiende inkomsten kunnen fluctueren, en u/de cliënt loopt het risico het belegde bedrag niet terug te krijgen.

Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomstige rendementen.

Beleggingen in het buitenland worden beïnvloed door wijzigingen in wisselkoersen.

Beleggingen in opkomende markten kunnen volatieler zijn dan die in meer ontwikkelde markten.

De prijs van een obligatie wordt beïnvloed door bewegingen in de rentevoeten, een verandering in de kredietrating van de emittent van de obligatie, en andere factoren zoals de inflatie en de marktdynamiek. Doorgaans zal de prijs van een obligatie dalen wanneer de rente stijgt. Het wanbetalingsrisico hangt af van het vermogen van de emittent om de rente te betalen en de lening op de vervaldag terug te betalen. Het wanbetalingsrisico kan dus variëren naargelang van de overheidssemitent of de bedrijfssemitent. Vastgoed en grond kunnen moeilijker te verkopen zijn, en de mogelijkheid bestaat dat een belegger deze beleggingen niet kan verkopen/verzilveren wanneer hij dat wenst. De waarde van vastgoed hangt doorgaans meer af van meningen dan van feiten.

Verwijzingen naar specifieke effecten mogen niet worden opgevat als advies om deze effecten te kopen of te verkopen, zij zijn louter opgenomen bij wijze van illustratie.

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 geregelende 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 International, het Fidelity International logo en het F symbol zijn geregistreerde handelsmerken van FIL Limited. 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).

FIGUUR 2: VEEL OPKOMENDE MARKTEN ZIJN AANTREKKELIJK GEWAARDEERD



Bron: Fidelity International, LSEG Workspace, september 2025. De weergegeven visies hebben doorgaans een tijdshorizon van 12–18 maanden en bieden een breed uitgangspunt voor beslissingen over asset allocatie.

IN HET KORT

Een soepel monetair en fiscaal beleid, gecombineerd met degelijke bedrijfsresultaten, ondersteunt een positief beeld voor aandelenrisico. Vooral aandelen uit opkomende markten lijken aantrekkelijk.

De verwachte depreciatie van de Amerikaanse dollar ondersteunt obligaties in lokale valuta van opkomende markten. De voorkeur gaat uit naar landen met hoge reële rentes en aantrekkelijke waarderingen.

Goud, absolute return-strategieën en private assets bieden belangrijke diversificatie in de portefeuilles van 2026.

OUTLOOK 2026

Door Jolanda de Groot

Eind 2024 deelden de experts die we destijds raadpleegden hun verwachtingen voor 2025. Er werd gerekend op een gematigd groeipad voor de wereldeconomie, een verdere daling van de inflatie, ruimte voor renteverlagingen en een normaliserend beleggingsklimaat. Daarnaast verwachtten veel van de experts dat aandelenmarkten zouden profiteren van stabiele winstgroei, dat de dominantie van de Magnificent Seven wat zou afnemen, en dat geopolitieke factoren – van handelsspanningen tot verkiezingen – een belangrijke rol zouden blijven spelen. Ook werd voorzien dat China moeite zou houden met het vasthouden van hogere groei en dat Europa slechts beperkt zou herstellen.

In grote lijnen zijn deze verwachtingen voor 2025 uitgekomen. De inflatie daalde verder richting de doelstellingen van centrale banken, waarna zowel de Federal Reserve als de ECB de eerste renteverlagingen doorvoerden. De wereldeconomie wist een zachte landing te realiseren: de Amerikaanse groei bleef positief maar matigde, Europa liet een

voorzichtig herstel zien en China stabiliseerde, zoals door de verschillende experts was voorzien. De aandelenmarkten stegen verder, waarbij de stijging breder gedragen werd dan in de jaren ervoor, en obligatiemarkten profiteerden van de veranderende renteomgeving. Tegelijkertijd bleken de zorgen over geopolitieke spanningen en fragmentatie terecht. Handelsmaatregelen, verkiezingsuitslagen en toenemende rivaliteit tussen grootmachten zorgden regelmatig voor volatiliteit.

De verschillende experts hebben hun pijlen dit keer gericht op de vooruitzichten voor 2026. Centraal staat de vraag hoe het macro-economische landschap zich ontwikkelt in een wereld die nog altijd wordt gekenmerkt door structurele veranderingen. Verder is van belang waar in 2026 de grootste kansen voor beleggers liggen en welke risico's het marktsentiment kunnen beïnvloeden. Hun antwoorden vormen samen het fundament voor de conclusie die verderop in deze Outlook voor 2026 wordt gepresenteerd.



Ralph Wessels

Chief Investment Strategist, ABN AMRO

‘De groei van de wereld-economie zal in 2026 weer versnellen.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2026?

‘Voor beleggers is er genoeg reden om optimistisch te zijn over 2026. Aandelen blijven aantrekkelijk. Tegelijkertijd zorgen trends zoals deglobalisering, de hoge waarderingen en de alsmear toenemende schuldenberg voor risico’s.

In een veranderende wereld verwachten we dat de aandelenrally in 2026 doorzet. De belangrijkste reden om positief op aandelen te blijven, is dat de groei van de wereld-economie weer zal versnellen. Daarnaast blijft het fundamentele plaatje positief, waarbij dubbelcijferige winstgroei wordt verwacht.

Binnen aandelen hebben wij een voorkeur voor de VS. Daar ligt de groei op een hoger niveau en de regio is dominant op het terrein van AI. Daarin zien wij steeds meer beleggingskansen ontstaan voor ‘agentic AI’.

Qua aandelensectoren denken we dat de sector industrie eruit zal springen vanwege

de investeringen in defensie en infra-structuur. Ook blijven we enthousiast over de sector financiële dienstverlening, die zal profiteren van economisch herstel en een steilere rentecurve.

We zijn neutraal op obligaties met een neutrale duratie. Wij denken dat de ECB zijn renteverlagingscyclus heeft afgerond en dat de Fed in 2026 zijn beleidsrente zal verlagen tot 3%. Tegelijkertijd zien we de lange rente in Europa en de VS licht oplopen.

Binnen obligaties hebben we nog altijd een voorkeur voor kwaliteitsobligaties. Binnen dat segment zien we meer kansen in covered bonds dan in staatsobligaties. We blijven terughoudend op hoger renderende obligaties omdat die te duur zijn. Binnen dit segment zijn we neutraal op EMD en negatief op high yield.

Tot slot zijn we positief op goud, doordat centrale banken structureel meer goud kopen en we de dollar in 2026 verder zien verzwakken.’

Thomas van Galen

Chief Strategist, Achmea Investment Management

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2026?

‘De beleggingsomgeving wordt tegenwoordig bepaald door twee harde realiteiten: inflatie ligt structureel hoger dan in de afgelopen decennia en geopolitieke instabiliteit is terug als permanente factor. Dat is geen tijdelijke ruis, maar het gevolg van een wereld die opschuift naar een multipolair krachtenveld, waarin economische blokken vaker botsen dan samenwerken. In onze Investment Outlook 2026 laten wij zien hoe vijf onderliggende transities – geopolitieke herschikking, technologische versnelling, demografische krapte, klimaat- en energietransitie en hoge overheidsschulden – samen een nieuw rendementsregime vormen dat de koopkracht van Nederlandse pensioenfondsen onder druk zet.

De noodzaak om reëel rendement te behalen blijft daarom onverminderd groot, ook nu nominale rentes hoger staan. Dat vraagt om een duidelijke heroriëntatie van portefeuilles. Waar de trend de afgelopen jaren vooral richting passief en liquide ging, zien wij nu een grotere rol voor real assets, alternative

credit en actief beleggen. Deze categorieën bieden toegang tot illiquide premies, bescherming tegen inflatie, en meer houvast in een volatielere omgeving.

Omdat aandelen hoog gewaardeerd zijn, zoeken wij eerst verbreding naar alternatieve rendementsbronnen. Aandelen blijven belangrijk voor groei, maar zijn niet langer de enige cilinder waarop portefeuilles kunnen draaien. Scenariodenken staat daarbij centraal: portefeuilles moeten op totaal-niveau robuust zijn onder uiteenlopende geopolitieke, inflatoire en groeipad-scenario’s.

Ook in valuta zien we het nieuwe regime terug. Een bewust zwakkere dollar onder Trump en structurele kwetsbaarheden in de eurozone maken traditionele valuta-ankers minder betrouwbaar. Daarom vinden wij waardedragers zoals goud opnieuw het overwogen waard.

Wie wil presteren in tijden van transitie, moet niet beleggen op basis van hoe de wereld was, maar op basis van hoe zij wordt.’



‘Wie wil presteren in tijden van transitie, moet niet beleggen op basis van hoe de wereld was, maar op basis van hoe zij wordt.’



Jacob Vijverberg

Head of Asset Allocation / Portfolio Manager
Global Diversified Income, Aegon Asset Management

‘Geopolitieke onzekerheden wegen zwaarder dan de stimulans van AI.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2026?

‘Geopolitieke spanningen en de opkomst van kunstmatige intelligentie zullen in 2026 het economisch klimaat blijven bepalen. Het handelsbeleid van de Verenigde Staten blijft volatiel; mogelijk verklaart het Hooggerechtshof sommige tarieven ongeldig. Tot nu toe is de negatieve impact van de handelsoorlog beperkt, maar we verwachten dat die in 2026 enigszins toeneemt. Op de langere termijn zal het verlies aan vertrouwen, de noodzaak om onafhankelijker te worden van de VS, en de verdere erosie van instituten, inclusief de onafhankelijkheid van de centrale bank, een grotere negatieve impact hebben.

China werkt aan het verminderen van afhankelijkheden en versterkt zo zijn positie in de handelsoorlog, terwijl de VS hun technologische voorsprong behouden. Europa blijft achter en heeft tijd nodig om onafhankelijker te worden op het gebied

van technologie, energie en defensie. Europa moet zich behoedzaam opstellen in het veranderende geopolitieke landschap en fors investeren in defensie en het terughalen van productie.

De grote investeringen in datacenters en energie-infrastructuur om AI te ondersteunen zullen de groei, met name in de VS, stimuleren. Op de langere termijn kan AI aanzienlijk bijdragen aan innovatie en productiviteitsgroei wereldwijd.

In Duitsland kan een fiscaal stimuleringspakket de groei licht steunen, maar uitdagingen als hoge energiekosten en een achterstand in innovatie blijven bestaan.

AI met al zal de groei in 2026 wereldwijd afnemen, omdat de geopolitieke onzekerheden en handelsbarrières zwaarder wegen dan de stimulans van AI. Ook blijft het risico op een grotere vertraging of recessie bestaan.’

Han Dieperink

CIO, Auréus

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2026?

‘Het jaar 2026 markeert een versnelling in de economische geschiedenis. Terwijl kunstmatige intelligentie een revolutie in bedrijfsmodellen teweegbrengt en ongekende productiviteitswinsten belooft, worstelt de wereldeconomie nog steeds met de nasleep van een decennium van monetaire experimenten, handelsspanningen en geopolitieke verschuivingen. Dit is het tijdperk waarin we leven: technologische vooruitgang gaat hand in hand met economische onzekerheid, globalisering botst met protectionisme, en centrale banken balanceren tussen stimulering en stabiliteit.

Voor beleggers creëert deze nieuwe realiteit zowel uitdagingen als kansen. De Amerikaanse aandelenmarkten bereiken waarschijnlijk nieuwe hoogten, aangedreven door een handvol technologiegiganten die driekwart van alle marktrendementen voor hun rekening nemen. Tegelijkertijd liggen er interessante mogelijkheden verscholen in sectoren die

door iedereen zijn afgeschreven: van farmacie tot basismaterialen. De dollar blijft koning tegen alle verwachtingen in, na de opgaande fase in goud volgt de onvermijdelijke correctie, en de tussentijdse verkiezingen van november 2026 werpen hun schaduw vooruit.

Voor de verstandige belegger ligt de oplossing in een gedisciplineerde ‘average in, average out’-strategie. De top van een zeepbel is immers onmogelijk te timen. Dit betekent niet dat je alle technologieaandelen abrupt moet dumpen, dat zou het kind met het badwater weggooien zijn, maar wel dat je geleidelijk de portefeuille kunt herverdelen naar aantrekkelijk gewaardeerde segmenten buiten de IT-sector. Deze aanpak erkent zowel het potentieel van AI als de risico's van overconcentratie. Door stapsgewijs winst te nemen op overgewaardeerde posities en deze te herinvesteren in ondergewaardeerde sectoren, bouw je een meer gebalanceerde portefeuille zonder het risico te lopen de laatste fase van de hausse volledig te missen.’



‘De top van een zeepbel is onmogelijk te timen.’



Roelof Salomons

Chief Investment Strategist, BlackRock Investment Institute

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2026?

‘Na jaren van aanpassing aan hogere rentes en geopolitieke verschuivingen bevindt de wereldeconomie zich in 2026 in een fase van gematigde maar veerkrachtige groei. Inflatie beweegt richting streefniveaus, al blijft prijsdruk aanwezig door schaarste aan energie, arbeid en grondstoffen. We bevinden ons in een nieuw economisch regime waarin het aanbod vaker de beperkende factor is.

Tegelijk verschuift de groeidynamiek structureel: technologie, energie en beleid vormen samen het nieuwe kader. Kunstmatige intelligentie en automatisering verhogen de productiviteit, maar vereisen aanpassing in infrastructuur en regelgeving. Centrale banken normaliseren voorzichtig, maar hun beleidsruimte blijft beperkt door hoge schulden en aanhoudende inflatierisico's.

Voor beleggers betekent dit een omgeving waarin langetermijntrends belangrijker zijn dan korte conjuncturele schommelingen. We

verwachten stabiele groei en dalende inflatie, met regionale verschillen. De VS blijven robuust dankzij lagere rente en begrotingssteun, terwijl Europa profiteert van investeringen in defensie, infrastructuur en energietransitie. Azië en opkomende markten winnen aan gewicht door regionale productie en technologische integratie.

Aandelen blijven aantrekkelijk, vooral in markten met sterke winstgroei en solide balansen. Europa biedt selectieve kansen in financiële instellingen, industrie en nutsbedrijven. Obligaties herwinnen hun rol als stabilisator, met een voorkeur voor bedrijfsobligaties en kortere looptijden. Private markten blijven interessant via investeringen in energiezekerheid, digitale infrastructuur en industriële automatisering.

Europa staat daarbij centraal in drie structurele trends – digitalisering, energietransitie en veiligheid – die samen de basis vormen voor duurzame groei in de komende jaren.’

‘We bevinden ons in een nieuw economisch regime waarin het aanbod vaker de beperkende factor is.’

Daniel Morris

Chief Market Strategist, BNP Paribas Asset Management

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2026?

‘In 2026 zullen flexibiliteit en selectiviteit essentieel zijn voor beleggers, aangezien markten zich aanpassen aan een grotere fragmentatie van de wereldeconomie.

Sleutelthema's voor 2026 zijn onder meer de noodzaak tot flexibiliteit in vastrentende strategieën, gezien de uitdagingen voor economische groei en een onzekere inflatieverwachting. Wij geloven dat kansen bestaan in defensieve sectoren, onroerend goed en hoogrendementbeleggingen, maar een flexibele aanpak is vereist.

De markten voor vastrentende waarden zijn klaar om te profiteren van de voortdurende versoepeling van de centrale banken, waarbij lagere rentetarieven worden verwacht in zowel de VS als Europa. Bij mogelijke druk op de rendementen op staatsschulden vanwege fiscale zorgen, vooral in vooroplopende economieën, blijft de algemene omgeving gunstig voor kredietmarkten, met hun aantrekkelijke rendementen en solide bedrijfsfundamenten.

Aandelenmarkten blijven door technologie

gedreven, waarbij de winst van Amerikaanse technologiebedrijven naar verwachting robuust zal groeien omdat kunstmatige intelligentie de kapitaaluitgaven en productiviteitswinsten aanwakkert. Europese aandelen bieden overtuigend waarde, vooral omdat de regio streeft naar grotere strategische autonomie. Opkomende markten met hun sterke technologiesectoren kunnen profiteren van lagere Amerikaanse rendementen en een zwakkere dollar.

Private assets, vooral alternative credit en real assets, blijven kapitaal aantrekken, gesteund door veerkrachtige fundamenten en een gunstige beleidswind, hoewel selectiviteit en grondige kredietanalyse steeds belangrijker worden.

Duurzaamheid blijft een centraal aandachtspunt. Naarmate regelgevingskaders evolueren, nemen Europese en Aziatische beleggers de leiding bij groene obligaties, decarbonisatie en klimaatoplossingen. Het transformatieve potentieel van AI blijft bestaan, met robuuste fundamenten onder waarderingen en innovatie die nieuwe kansen creëert in verschillende sectoren.’



‘In 2026 zullen flexibiliteit en selectiviteit essentieel zijn voor beleggers.’



Jitzes Noorman

Delegated CIO & Investment Strategist,
Columbia Threadneedle Investments

‘EMD LC is momenteel het meest aantrekkelijk binnen fixed income.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2026?

‘Allereerst blijven alternatieve beleggingscategorieën als commodities en catastrofe-obligaties dit jaar goed scoren in ons ‘Capital Market Assumptions (CMA-)model’. Commodities hoofdzakelijk vanwege het hoge verwachte rendement, catastrofe-obligaties vanwege de combinatie van een aantrekkelijk rendement en laag risico.

Voorts geldt voor zowel aandelen als voor risicovolle obligaties dat de categorieën gekoppeld aan opkomende markten beter scoren dan die gekoppeld aan ontwikkelde markten wat betreft de risico-rendementsratio. Dat is onder andere een reflectie van de sterke performance van assets in ontwikkelde markten in de afgelopen jaren, hetgeen gezorgd heeft voor minder aantrekkelijke waarderingen, wat vooruitkijkend tot iets lagere verwachte rendementen leidt. De argumenten voor de aantrekkelijkheid van aandelen in opkomende markten zijn de

hogere economische groeiverwachtingen en de lagere waardering. Ook speelt mee dat de correlatie tussen aandelen in opkomende markten en aandelen in ontwikkelde markten momenteel betrekkelijk laag is, wat bijdraagt aan een betere portefeuille-diversificatie.

Binnen de fixed income-spreadproducten zien wij EMD LC als het meest aantrekkelijk. Het verwachte rendement is hoger dan voor high yield bonds, terwijl de veronderstelde volatiliteit lager is.

Aan risico's is geen gebrek. Bijvoorbeeld de voortgaande geopolitieke fragmentatie, de onvoorspelbaarheid van het beleid van Donald Trump, en een oplopende handelsoorlog. Een andere zorg zijn de oplopende staatsschulden, die in combinatie met gestegen rentes in de afgelopen jaren de kredietwaardigheid van overheden zoals de VS en Frankrijk onder druk zet. Tot slot stellen steeds meer beleggers de vraag of er sprake is van een ‘AI-aandelenbubbel’

Andy Langenkamp

Senior Political Analyst, ECR Research

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2026?

‘In 1986 scoorde Timbuk 3 een hit met The Future's So Bright I Gotta Wear Shades, waarin optimisme botste met de dreiging van een nucleaire apocalyps. Dat jaar boekte de S&P 500 19% winst. Veertig jaar later bevinden beleggers zich opnieuw in zonnige sferen, met aandelenmarkten rond record-niveaus. Opnieuw hangt er een dreiging in de lucht: niet zozeer van een atoomoorlog, maar wel van nieuwe kernproeven. Het risico daarop verschijnt steeds nadrukkelijker op de radar. Dat past in het beeld van samenpakkende geopolitieke wolken.

De trend richting geo-economische fragmentatie is sterk. Politisering van financiële stromen en handelssystemen zal zich vertalen in minder liquiditeit en hogere kredietrisico's en volatiliteit. De kernvraag wordt ‘hoe te opereren in een fragmenterend systeem met uiteenlopende regels, sanctieregimes en datasferen?’.

Amerikaans-Chinese rivaliteit vormt het meest bepalende krachtenveld. Technologie, energie- en grondstoffenvoorziening, handel,

financiering en veiligheid raken inniger verweven. Europa bevindt zich tussen twee supermachten – en Rusland – en wordt weliswaar geen oorlogseconomie, maar militarisering speelt een grotere rol. Defensiebudgetten stijgen sterk, terwijl bijvoorbeeld Duitsland een terugkeer van de dienstplicht onderzoekt.

Hogere defensie- (en energie)bestedingen vormen gecombineerd met overspannen AI-waarderingen en torenhoge staatsschulden een toenemend risico, met een shift naar een wereld waarin marktvolatiliteit groter wordt dan in het decennium na de eurocrisis.

Tot slot enkele gebeurtenissen om in het vizier te houden: het gelijktijdig aflopen van de wapenstilstand in de Amerikaans-Chinese handelsoorlog en de Amerikaanse midterms in november. Als de Democraten het Huis heroveren, vermindert Trumps beleidsruimte. Verder is 2026 een belangrijk verkiezingsjaar in de opkomende wereld. India, Mexico en Turkije gaan naar de stembus, tegen een achtergrond van hoge schulden, lage(re) groei en groeiende ongelijkheid.’



‘De kernvraag wordt hoe te opereren in een fragmenterend systeem.’



Luke Barrs

Chief Business and Client Officer for Fundamental Equity,
Goldman Sachs Asset Management

What are the main opportunities and threats for 2026?

'Looking ahead to 2026, we see several compelling opportunities and potential threats across global equity markets.

In the US, the 'Magnificent 7' companies continue to demonstrate strong earnings. Beyond these tech giants, we see enterprise AI adoption accelerating across automation, customer engagement, and operational intelligence, creating opportunities including for integration platforms. Small-cap stocks in defense, technology, consumer sectors, and healthcare may offer growth potential, though higher volatility demands skilled active management.

European markets show promise through increased capital spending driven by fiscal flexibility and reindustrialization, particularly in defense, energy, and financials. Japan benefits from moderating inflation, stable

monetary policy, and potential fiscal support, with global megatrends in AI and semiconductors providing additional tailwinds. Emerging markets trade at approximately a 40% forward P/E discount to US equities, below long-term averages, suggesting this valuation gap may narrow given strong earnings profiles.

However, several threats warrant attention. Performance among the 'Magnificent 7' is showing signs of greater dispersion rather than uniform strength, requiring careful monitoring of core business health as these companies aggressively invest in AI. Small-cap opportunities, while promising, carry higher volatility and liquidity risks that demand skilled active management to distinguish quality businesses from pockets of thematic exuberance. Additionally, for Japan, domestic politics and currency fluctuations will require close monitoring despite otherwise positive fundamentals.'

'Emerging markets trade at a 40% forward P/E discount to US equities.'

Sander van Ginkel

Senior Investment Strategist, MN

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2026?

'Het is onzeker of de Supreme Court of een nieuw Congress na de midterm elections Trump aan banden gaat leggen. We gaan ook voor 2026 uit van veel onzekerheid en beleidsvolatiliteit.

Belangrijker is hoe die kortetermijnhectic de lange termijn beïnvloedt. Om dit te monitoren, hanteren we een set – meer op megatrends gebaseerde – scenario's. We kijken hierin naar de grote mogelijke systeemveranderingen op een horizon van 10 jaar:

- Zo worden in het scenario 'Einde aan Amerikaans exceptionalisme' de unieke karakteristieken van de Amerikaanse economie en markten systematisch afgebroken door Trumpiaans beleid. De Verenigde Staten verliezen hun voorsprong in innovatie, dynamiek en winstgevendheid.
- In 'Van overvloed naar schaarste' prevaleren geostrategische doelen boven economische. De wereldeconomie

fragmenteert, mondiale aanbodketens worden doorgeknijpt en genationaliseerd, er worden migratiestoppen ingevoerd, en er ontstaan tekorten op vele fronten. Dit leidt tot stagflatie.

- In het positievere scenario 'Europa pakt de handschoen op' implementeert het oude continent – onder druk van de nieuwe geopolitieke realiteit – het Draghi-rapport. Europese concurrentiekracht en productiviteit accelereren. Europa wordt een aantrekkelijkere vestigingsplaats voor talent en bedrijvigheid en het claimt een grotere geopolitieke rol als één van 's werelds machtscentra in een multipolaire wereld.

Toch zijn deze scenario's nog te weinig zichtbaar en niet onze basisverwachting. In ons basisscenario 'Buigen, niet barsten' staan de mondiale politieke, economische en financiële orde onder stevige druk, maar overleven ze ternauwernood. Economische belangen voorkomen verdere ontrafeling en wederzijdse nucleaire afschrikking voorkomt een directe militaire clash tussen grootmachten.'



'Economische belangen voorkomen verdere ontrafeling.'



Benoit Anne

Senior Managing Director en Head of Market Insights Group, MFS Investment Management

Wat zijn de economische verwachtingen voor 2026?

‘Het komende jaar wordt opnieuw gekenmerkt door een complex macro-economisch klimaat. De volatiliteit op de markten zal vermoedelijk hoog zijn door aanhoudende geopolitieke spanningen, onduidelijk beleid, begrotingstekorten en een gematigd groeitempo. De Amerikaanse economie toont zich voorsnog veerkrachtig, al blijft het begrotingsbeleid daar een belangrijke risicobron. In Europa draait het in 2026 voor beleggers vooral om de vraag of de hoge verwachtingen ten aanzien van een behoorlijke groei van de economie daadwerkelijk bewaarheid worden.

Ondanks het wisselvallige beeld zijn de vooruitzichten voor risicodragende beleggingen overwegend positief. Zolang een recessie uitblijft, profiteren aandelen wereldwijd van een gunstig marktsentiment. Wel zijn de koersen in bepaalde delen van de

Amerikaanse aandelenmarkt momenteel erg hoog. Daarom is een brede geografische spreiding verstandig. Europese en opkomende markten bieden interessante alternatieven voor de risico's die gepaard gaan met het aanhouden van die Amerikaanse aandelen.

Obligaties zijn een effectief middel om risico's te beperken en portefeuilles te spreiden. Toch zijn de rendementsvooruitzichten voor obligaties minder gunstig dan twee jaar geleden. Dit komt doordat de rente niet meer zo hoog staat en de spreads in vergelijking tot het verleden smal zijn. Daardoor is er weinig ruimte meer over voor zowel een daling van de rente als van de risicopremies. Ten slotte denken wij dat de dollar ook in 2026 gevoelig blijft voor neerwaartse druk, wat weer gunstig kan uitpakken voor beleggingssegmenten in de opkomende markten.’

‘Zolang een recessie uitblijft, profiteren aandelen wereldwijd van een gunstig marktsentiment.’

Bob Homan

Hoofd ING Investment Office

Wat zijn de vooruitzichten voor 2026?

‘De economische vooruitzichten voor 2026 zijn op zichzelf niet slecht. De groei blijft wereldwijd redelijk op peil, maar voor beleggers verwachten we een mager jaar. In Europa voorzien we een lichte versnelling van de economische groei ten opzichte van het huidige tempo. Dat komt vooral doordat er wat meer fiscale stimulans op gang komt. Wel denken we dat die impuls uiteindelijk wat zal tegenvallen ten opzichte van de verwachtingen. Ook in de VS verwachten we, richting het einde van 2026, een licht aantrekkende economie. Voor China gaan we uit van een stabiele groei rond de 4,5%.

Per saldo levert dit een redelijk groeibeeld op, waarin bedrijfswinsten kunnen toenemen. De consensusverwachting voor de winstgroei van wereldwijde aandelen ligt op 13%, maar dat vinden wij aan de optimistische kant. Wij houden het op zo'n 10%. Aan de rentekant verwachten we dat de

Federal Reserve de rente verder verlaagt en de ECB de rente ongemoeid laat. Lange rentes kunnen wat oplopen, vooral door zorgen over de houdbaarheid van overheidsschulden. Daardoor blijven onze rendementsverwachtingen voor obligaties onder het effectieve rendement. Ondanks de krappe spreads hebben we voorsnog een lichte voorkeur voor bedrijfsobligaties.

Bij aandelen zit onze grootste zorg in de waarderingen. Die zijn al behoorlijk opgelopen en we zien weinig opwaartse ruimte. Als de winstgroeiervachtingen wat naar beneden worden bijgesteld, kan dat zelfs leiden tot licht lagere waarderingen. In dat scenario blijft het verwachte rendement voor wereldwijde aandelen beperkt tot het dividendrendement. Binnen aandelen geven we op dit moment de voorkeur aan opkomende markten en bedrijven die kunstmatige intelligentie.’



‘Bij aandelen zit onze grootste zorg in de waarderingen.’



Richard Abma

Chief Investment Officer, OHV Vermogensbeheer

‘2026 markeert de consolidatie van een nieuw rentetijdperk.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2026?

‘Doordat inflatie omlaag is gekomen in 2025 kon de Europese Centrale Bank meerdere renteverlagingen doorvoeren, maar de naschokken van jarenlange verkrapping blijven voelbaar. De korte rente is inmiddels fors gedaald, terwijl de lange rente hardnekkig hoog blijft door structurele begrotingstekorten, geopolitieke onzekerheid en de hernieuwde focus op defensie en energietransitie. Dit spanningsveld houdt de kapitaalmarktrente op een stevig niveau en zorgt voor een aantrekkelijk rendementsklimaat voor obligatiebeleggers.

Na het sterke herstel van de obligatiemarkten in 2023, 2024 en 2025 – waarin veel beleggers al konden profiteren van hogere coupons en koerswinsten – blijft de outlook gunstig. Het tijdperk van vrijwel renteloze markten is voorbij. Wie nu actief inspeelt op rente- en kredietverschillen, kan ook de komende jaren stabiele rendementen realiseren.

De grootste kans ligt in selectiviteit en actief

portefeuillebeheer. Verschillen tussen sectoren, landen en looptijden nemen toe, waardoor fundamentele analyse weer bepalend wordt. Bedrijfsobligaties met solide balansen en beperkte looptijd bieden een aantrekkelijke mix van rendement en stabiliteit, terwijl staatsleningen met middellange duratie opnieuw waarde toevoegen.

Daarnaast groeit private debt verder als structurele beleggingscategorie. Bedrijven blijven aangewezen op niet-bancaire financiering, waardoor goed gestructureerde MKB-leningen met onderpand of overheidsgarantie een risicopremie van 1,5 tot 2,5 procentpunt boven staatsleningen blijven bieden.

De belangrijkste bedreigingen zijn geopolitieke fragmentatie, oplopende overheidsschulden en liquiditeitsrisico's bij plotselinge marktschokken.

Kortom: 2026 markeert de consolidatie van een nieuw rentetijdperk: weg van liquiditeitsgedreven rendementen, terug naar actief beheer, kredietinzicht en discipline.’

Robert Tipp

Chief Investment Strategist, PGIM

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2026?

‘In de meeste ontwikkelde markten lijkt alles te wijzen op een doormodderscenario: een lage tot gematigde groei met een licht hogere dan ten doel gestelde inflatie, vooral op kernniveau. Dit ondersteunt een mogelijk langdurige bullmarkt in obligaties die voornamelijk wordt gedreven door inkomsten, in plaats van een korte bullmarkt die wordt gevoed door een snelle daling van de yields. In de bedrijfsobligatiemarkt kunnen de spreads verder vernauwen, zij het in beperkte mate. Daarnaast zal de rentecurve waarschijnlijk verder versteilen, al volgt de lange rente nu de korte rente en lijkt die in de VS duidelijk over zijn hoogtepunt. Dit heeft positieve implicaties voor andere westerse markten, gezien de invloed van de Amerikaanse markt op correlaties.

Wat technische factoren betreft: ondanks de sterke instroom in zowel aandelen- als obligatiefondsen blijven geldmarktfondsen verrassend in trek. In het derde kwartaal zwelden ze met bijna 300 miljard dollar aan. Daardoor bereikten ze niet alleen een absoluut record, maar ook historisch hoge niveaus ten opzichte van het bbp. Al dat geld in geldmarktfondsen vormt een enorme potentiële bron van vraag die zou kunnen verschuiven naar aandelen en vastrentende waarden als de vergoeding op cash daalt. Samengevat wordt het thema ‘yield-is-destiny’ dus nog steeds gedreven door de royale effectieve rendementen in de verschillende markten. Dit thema kan zelfs aan kracht winnen als een verzwakkende Amerikaanse economie of een ‘Fed capture’ scenario de neerwaartse druk op de rentevoeten vergroot.’



‘Al dat geld in geldmarktfondsen vormt een enorme potentiële bron van vraag.’



Peter van der Welle

Multi-Asset Strategist, Robeco

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2026?

‘Volgens onze twee outlooks voor 2026, ‘The synchronized shift’ en ‘Holding the note’, liggen de grootste kansen in een zeldzame, maar kortstondige wereldwijde economische opleving. Deze wordt gedreven door afnemende handelsspanningen, een herstellende maakindustrie en de vertraagde effecten van monetaire verruiming. In het basisscenario groeit de Amerikaanse economie met 2,1%, ondersteund door AI-gedreven productiviteitswinsten en fiscale stimulans. De eurozone profiteert van fiscale expansie en benutting van spaaroverschotten, terwijl China in de tweede helft van 2026 een binnenlandse opleving kan doormaken. Voor beleggers biedt dit kansen in aandelenmarkten buiten de VS, in opkomende markten door een zwakkere dollar, en in thematische investeringen in klimaatadaptatie, clean energy en verantwoord gebruik van AI. Ook de green bond-markt blijft zich ontwikkelen.

Daartegenover staan duidelijke bedreigingen. De verwachte opleving is van korte duur,

waardoor flexibiliteit cruciaal blijft. In het bear-scenario dreigt een barstende AI-bubbel, oplopende werkloosheid en een milde recessie in de VS. Geopolitieke onzekerheden en beleidsdilemma's voor centrale banken – balancerend tussen politieke druk en een ‘high-pressure economy’ – vergroten de volatiliteit.

Ondertussen hebben klimaatgerelateerde fysieke risico's nu al meetbare economische gevolgen, wat de groei stimuleert van op transitie gerichte duurzame beleggingsfondsen en financiering via groene obligaties. Hoewel duurzaam beleggen momenteel kampt met uitdagingen zoals een zwakke instroom, politieke polarisatie en onduidelijke regelgeving, blijft de langetermijntrend richting duurzaamheid intact. In 2026 zullen scherpe keuzes en robuust risicobeheer noodzakelijk zijn.

Kortom: 2026 biedt kansen voor wie inspeelt op cyclische groei en duurzaamheidsthema's, maar vraagt alertheid op tijdelijke dynamiek en structurele risico's.

‘2026 biedt kansen voor wie inspeelt op cyclische groei en duurzaamheidsthema's.’

Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg,
Van Lanschot Kempen Investment Management

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2026?

‘Vooruitkijkend naar 2026 zien wij twee bepalende onzekerheden: de grillige handelsoorlog en de razendsnelle opmars van kunstmatige intelligentie. De handelsoorlog blijft een spel van oplopende spanningen en tijdelijke ontspanning, zonder duidelijk einde. Voor de VS voorzien we een lichte rem op groei en opwaartse druk op inflatie, terwijl andere regio's relatief gespaard blijven. Tegelijkertijd compenseert de AI-revolutie in de VS veel van dit negatieve effect. Hoewel de huidige dynamiek doet denken aan een euforische zeepbelfase, achten wij de structurele vraag sterk genoeg om investeringen te dragen en de groei verder te stimuleren.

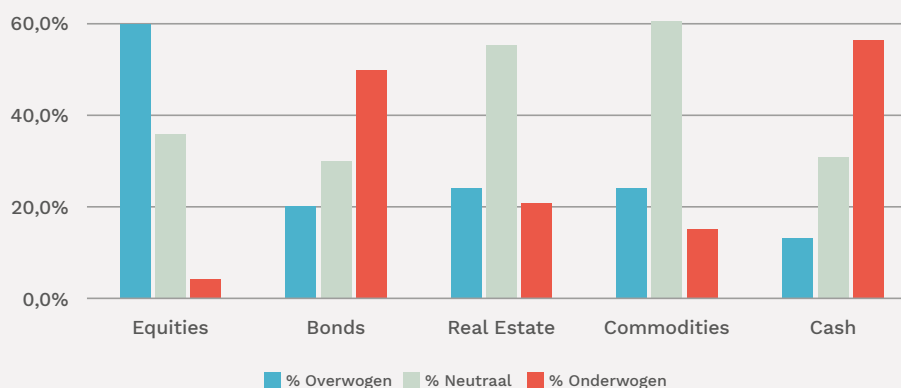
In een veerkrachtige wereldeconomie, in Europa in 2026 vooral gedreven door

geleidelijk aantrekkende consumptie, verwachten we stijgende bedrijfswinsten. Dat maakt aandelen aantrekkelijker dan obligaties. Amerikaanse aandelen zijn prijzig, maar profiteren van krachtige winstdynamiek. Bedrijfsobligaties blijven duur door lage risico-opslagen. Binnen investment grade geven we de voorkeur aan de eurozone boven de VS. Hier rekenen we op stabiele rentes en een afwachtende ECB. In de VS zal de Fed waarschijnlijk iets versoepelen, maar door aanhoudende groei en hoge begrotingstekorten zien we opwaarts potentieel voor kapitaalmarktrentes.

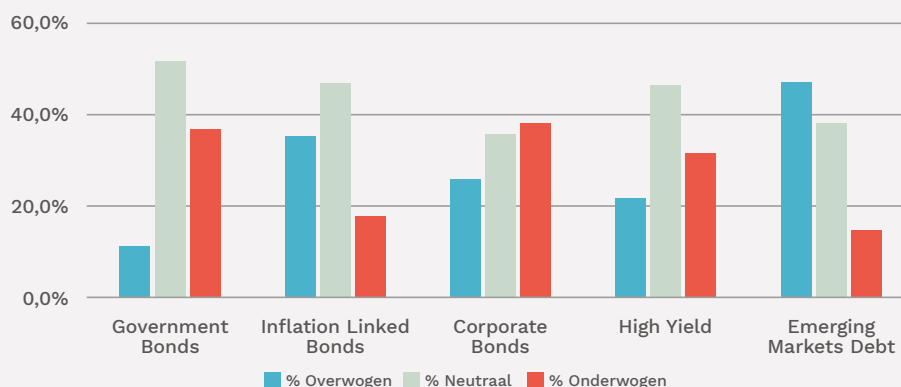
Kortom: kansen liggen vooral bij aandelen, met een selectieve blik op waardering en regio. Bedreigingen komen van geopolitieke frictie en mogelijke correcties in AI-gerelateerde segmenten.’



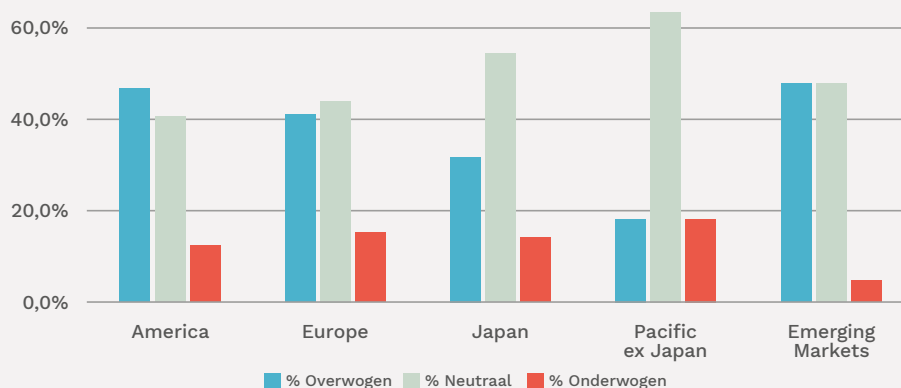
‘De AI-revolutie compenseert in de VS veel van het negatieve effect van de handelsoorlog.’

FIGUUR 1: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID ASSET CLASSES PER 30/11/2025

Bron: Alpha Research

FIGUUR 2: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID OBLIGATIES PER 30/11/2025

Bron: Alpha Research

FIGUUR 3: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID AANDELEN PER 30/11/2025

Bron: Alpha Research

CONCLUSIE

2026 tekent zich af als een complex en gelaagd jaar, waarin economische kansen en geopolitieke risico's nauw met elkaar verweven zijn. Wat vooral opvalt in de Outlook-bijdragen, is dat beleggings-experts het op een aantal kernpunten opvallend met elkaar eens zijn, terwijl hun accenten op andere gebieden juist uiteenlopen.

Over de structurele ontwikkelingen bestaat brede consensus: de wereld beweegt richting een gefragmenteerd geo-economisch systeem. De rivaliteit tussen de VS en China verdiept zich, handelsstromen en kapitaalmarkten worden sterker gepolitiseerd, en Europa zoekt zijn positie tussen deze machts-blokken, met hogere defensie-uitgaven en meer aandacht voor strategische autonomie. Deze trend wordt door vrijwel iedereen onderschreven, al is de mate van urgentie waar experts op wijzen verschillend.

Ook over de economische groei in 2026 zijn de meeste verwachtingen gematigd, al wordt benadrukt dat de economie veerkrachtig is. De Amerikaanse economie profiteert van AI-gedreven productiviteitswinsten en fiscale steun, al verschillen experts in hun inschatting hoe sterk dat effect werkelijk wordt. Europa groeit trager en ongelijker: sommige analisten zijn optimistisch over investeringen in defensie, energie en infrastructuur, terwijl anderen juist wijzen op structurele zwaktes, zoals hoge energiekosten. China laat een redelijk stabiel groeipad zien rond 4,5%.

Waar de visies sterker uiteenlopen, is bij de beleggingsstrategie. Een deel van de experts blijft positief over aandelen dankzij solide winstgroei en structurele AI-investeringen, anderen zijn voor-

zichtiger door de hoge waarderingen, vooral in de VS. Wel is men het erover eens dat opkomende markten aantrekkelijk gewaardeerd zijn en waardevolle diversificatie bieden. In de obligatiemarkt zien de meeste experts opnieuw ruimte voor stabiliteit, maar slechts beperkte ruimte voor verdere koerswinsten. Private assets – vooral private credit en real assets – worden breed gezien als structurele bouwstenen in portefeuilles.

Kansen liggen in:

- AI en technologie: structurele vraag naar automatisering en productiviteitsgroei.
- Opkomende markten: aantrekkelijker geprijsd en profiterend van lagere Amerikaanse rentes.
- Duurzaamheid: klimaatoplossingen, energietransitie en groene financiering.
- Private debt en real assets: illiquide premies, stabiliteit en bescherming tegen inflatie.

Bedreigingen omvatten:

- Geopolitieke fragmentatie en handelsoorlogen.
- Oplopende staatsschulden en begrotingstekorten.
- Een mogelijke correctie in AI-gerelateerde aandelen.
- Liquiditeitsrisico's bij plotselinge marktschokken.

Per saldo ontstaat een helder beeld: 2026 biedt kansen voor beleggers die inspelen op technologische innovatie, duurzaamheid en selectieve geografische spreiding, maar vraagt tegelijkertijd om alertheid op structurele risico's. Het nieuwe rendementsregime vereist flexibiliteit, discipline en langetermijndenken in een wereld die steeds meer richting multipolariteit beweegt.

Supply-chains blijven kwetsbaar

In de huidige economische omgeving, waar geopolitieke spanningen de cohesie van de wereldeconomie bedreigen, is het opbouwen van veerkrachtigere toeleveringsketens een strategische noodzaak geworden.

Een stremming bij één chipleverancier, Nexperia, kan wereldwijd de hele auto-industrie platleggen. Veel toeleveringsketens zijn mondiaal, met leveranciers, transport en productie verspreid over meerdere landen. Een onderneming heeft vaak wel zicht op de directe toeleveranciers, maar welke onderneming heeft zicht op de gehele keten tot op de lagere niveaus? Als er een schakeltje in Azië stilvalt, dan kan dat – via een kettingreactie – de productie elders beïnvloeden.

Na de coronacrisis in 2020 wilden bedrijven graag minder afhankelijk worden van China, maar uit een recent onderzoek van de Europese Commissie bleek dat de onderlinge afhankelijkheid alleen maar is toegenomen. China heeft zich mede dankzij technologische ontwikkeling een machtige positie weten te verwerven in de toeleveringsketens. Het land heeft er hard aan gewerkt om de levering van strategische grondstoffen en zeldzame aardmetalen uit Afrika, groter Azië of eigen land veilig te stellen.

Veel ondernemingen streven naar efficiëntie: zo weinig mogelijk voorraad, korte lever tijden ('just-in-time'), en een optimale benutting van het productieapparaat. Maar wanneer de keten plotseling stagneert, is er geen buffer en niet voldoende voorraad om op terug te vallen. Achteraf bezien blijkt outsourcing naar de goedkoopste, voordeligste leverancier toch niet altijd verstandig. Het bleek vooral 'single sourcing', een riskante concentratie van leveranciers. Daarnaast bleken de mondiale logistieke netwerken – zeevracht, lucht- en wegtransport – gevoelig voor verstoringen (lockdowns, havenblokkades, containertekorten, enzovoort).

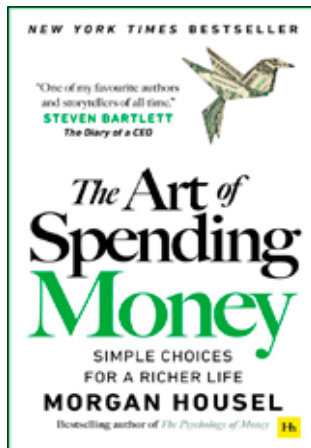
Na de COVID-19-pandemie hebben veel bedrijven crisisvoorbereiding en het verhogen van de weerbaarheid als strategische prioriteit gesteld. Veel ondernemingen investeren nu in diversificatie van leveranciers en in lokalisatie of regionalisatie van productie en levering. Mede dankzij technologie (data-analytics) zijn bedrijven beter geworden in het herkennen van kwetsbaarheden. Maar ondanks het verbeterde risicobeheer lijden veel bedrijven toch nog onverwachte verliezen in de supply chains. Slechts een klein deel van de bedrijven claimt dat zij 'volledige controle' hebben over de risico's in hun keten. Verbeteringen kosten tijd, middelen, en soms een verminderde efficiëntie (meer voorraad, meerdere leveranciers, productie dichterbij). De handelsoorlog tussen de VS en de rest van de wereld heeft weer nieuwe kwetsbaarheden aan het licht gebracht. En dan hebben we het nog niet gehad over cybersecurity en netcongestie, het gebrek aan leveringszekerheid van stroom voor datacenters.

Beleggingsanalisten besteden vaak meer aandacht aan fluctuaties in de omzet en de vraag naar producten en diensten van ondernemingen dan aan risico's in de toeleveringsketens. Die worden veelal slechts als ESG-risico's gekwalificeerd. Er zijn wel researchafdelingen van investment banks die indices bijhouden die de congestie in toeleveringsketens meten, maar die betreffen toch vooral de logistieke problemen in bijvoorbeeld containerhavens.

Informatiediensten zoals Bloomberg hebben ook functies ontwikkeld waarmee toeleveranciers in kaart worden gebracht. Voor een beoordeling van afhankelijkheden schiet dat echter vaak nog tekort. Tegenwoordig zijn 's werelds meest cruciale industrieën – van technologie en energie tot de defensie- en automobielenindustrie – afhankelijk van een halfgeleiderecosysteem dat steeds meer gefragmenteerd en geopolitiek geladen is. Knelpunten zijn niet langer incidentele storingen, maar structurele realiteiten. ■



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

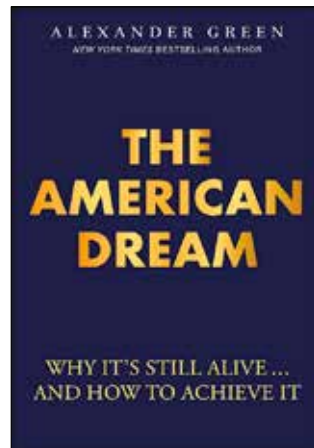


The Art of Spending Money: Simple Choices for a Richer Life

Housel laat zien hoe je geld kunt inzetten voor geluk: door psychologisch inzicht, valkuilen te vermijden, en bewuste keuzes te maken.

Morgan Housel,
Harriman House Publishing

<https://tinyurl.com/yxkw29v5>



The American Dream: Why It's Still Alive... And How to Achieve It

Een optimistische, inspirerende blik op het Amerikaanse kapitalistische systeem – en hoe je het kunt gebruiken om je belangrijkste doelen te bereiken.

Alexander Green,
John Wiley & Sons

<https://tinyurl.com/59nz6xzt>

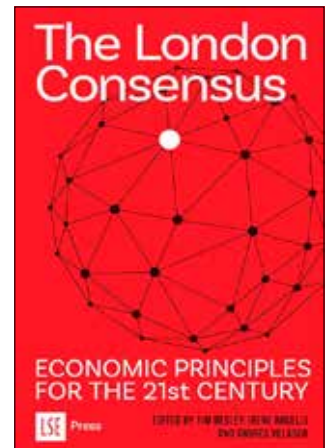


The Land Trap: A New History of the World's Oldest Asset

Bird laat zien hoe land al eeuwenlang de motor is achter rijkdom, banken, ongelijkheid en geopolitieke spanning, en biedt een nieuw kader om deze verborgen kracht te begrijpen.

Mike Bird,
Portfolio

<https://tinyurl.com/55te5rhw>



The London Consensus: Economic Principles for the 21st Century

Een halve eeuw na de Washington Consensus presenteren ruim vijftig topeconomen een nieuw beleidskader met frisse economische principes voor duurzame groei en hechtere samenlevingen.

Tim Besley, Irene Bucelli,
Andrés Velasco,
LSE Press

<https://tinyurl.com/evhdd963>



PAPERS

Beyond the Status Quo: A Critical Assessment of Lifecycle Investment Advice

Dit artikel betwist traditionele lifecycle-regels en toont aan dat een portefeuille met vooral binnen- en buitenlandse aandelen, zonder obligaties, op elke leeftijd beter presteert.

Aizhan Anarkulova, Scott Cederburg, Michael S. O'Doherty,
SSRN

<https://tinyurl.com/3er4672c>



Financial Machine Learning

Deze survey bespreekt opkomend onderzoek naar machine learning in financiële markten, toont sterke toepassingen en schetst veelbelovende richtingen voor zowel financieel economen als data- en ML-specialisten.

Bryan T. Kelly & Dacheng Xiu,
SSRN

<https://tinyurl.com/378jnxna>



Using Mathematics to Make Money

Simons bespreekt hoe hij met zijn wiskundige blik, modelgedreven aanpak, en samenwerking met top-wetenschappers een succesvol quant-fonds opbouwde, en gaat in op concurrentie, innovatie en filantropie.

James Simons,
SSRN

<https://tinyurl.com/2p9p58eh>



ChatGPT in Systematic Investing – Enhancing Risk-Adjusted Returns with LLMs

Deze studie laat zien dat large language models door het realtime interpreteren van bedrijfsnieuws momentum-strategieën in aandelen kunnen versterken en zo hogere Sharpe- en Sortino-ratio's opleveren dan traditionele benaderingen.

Nikolas Anic, Andrea Barbon,
Ralf Seiz & Carlo Zarattini,
SSRN

<https://tinyurl.com/ybdbkzm2>



Olof Könst

Van O4 & Partners Private Office
naar Navis Private Office
'Structuur, creativiteit en vooral
veel energie'



1996
Bedrijfskunde –
Nyenrode Universiteit

1971
Geboren in Amstelveen

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

'Erg goed! Het is leuk om onderdeel te zijn van een snelgroeiende organisatie en een bijdrage te kunnen leveren aan die groei. De huidige omvang biedt mogelijkheden om de dienstverlening verder te professionaliseren met het opzetten van een Investment Office.'

Welke aspecten van uw functie geven u nu al energie?

'Nadenken over hoe het bedrijf er over vijf jaar uit gaat zien en vervolgens de route bepalen om daar te komen. Dat vraagt om

structuur, creativiteit en vooral veel energie. Welke stappen gaan we de komende jaren zetten? Wat hebben we daarvoor nodig? En hoe nemen we de cliënten mee op deze reis? Daar kijk ik enorm naar uit!'

Wat was uw allereerste (vakantie)baantje en wat hebt u daar geleerd?

'Een van mijn eerste vakantiebaantjes was kippen vangen die op transport moesten. De eerste kippen waren makkelijk te vangen, die staan zij aan zij in een overvolle hal. Maar als je later op de dag in een stoffige hal rondjes rent achter de laatste vier kippen, dan begint het besef vrij snel in te dalen dat je school afmaken niet zo'n hele gekke gedachte is.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Navis Private Office?

'Met twee van de huidige drie partners heb ik eerder samengewerkt en door de jaren heen altijd goed contact gehouden. Nu het bedrijf een volgende groeifase ingaat, kwam de vraag op tafel of ik daar een bijdrage aan wil leveren. Dat kon ik uitstekend combineren met een aantal andere activiteiten die ik met Willem Jan Pelle, met wie ik vroeger bij MN

samenwerkte, aan het opzetten ben.'

Wat verwacht u daar als Investment Manager te bereiken?

'Het belangrijkste doel is dat Navis Private Office in staat is een grote groep cliënten tevreden te houden en nieuwe cliënten om zich heen weet te verzamelen. Als we over vijf jaar terugkijken en met enige regelmaat bossen bloemen in ontvangst mogen nemen van tevreden cliënten, dan is de missie geslaagd.'

Wat is het belangrijkste dat u hebt geleerd in uw vorige banen, en hoe neemt u dat mee in deze nieuwe rol?

'Mijn loopbaan ben ik begonnen bij MN (toen nog MN Services) en dat viel samen met de opkomst van fiduciair beleggen onder leiding van Hans Rademakers en Jan Bertus Molenkamp, die later hun stempel hebben gedrukt op de ontwikkeling van fiduciair beheer. Vervolgens heb ik altijd gewerkt voor grote institutionele vermogensbeheerders die zich op de een of andere manier moesten verhouden tot deze ontwikkeling. Toen ik zes jaar geleden de stap maakte richting family offices werd mij al snel duidelijk dat deze institutionele ervaring bijzonder nuttig is voor de groei die deze sector nu doormaakt. Het heet (nog) geen fiduciair, maar vormt wel een blauwdruk van hoe de dienstverlening van een family office eruit zou kunnen zien.'

Wat zijn uw persoonlijke ambities?

'Olympisch kampioen padel worden met Rogier Rake, maar dan moeten we wel wat vaker dan 1x per jaar gaan trainen.' ■

Lili Hocke

is benoemd tot Active Ownership Specialist bij PGGM Investments. Hiervoor was zij werkzaam bij Sustainalytics en Triodos Investment Management.

Nicolette Klein Bog en Anton de Graaf

zijn aangesteld als respectievelijk Director International Public Affairs en Head of Corporate Marketing & Communication bij Bouwinvest.

Madeline Buijs

gaat aan de slag als Head of Research & Strategy bij Altera. De afgelopen 4 jaar was zij Chief Economist & Head of Research bij Colliers.

Esli Demirel

is namens werkgeversorganisatie Schoonmakend Nederland benoemd tot niet-uitvoerend bestuurder bij pensioenfonds Schoonmaak.

Richard Dallinga

is aangesteld als Head of Real Assets bij Achmea Investment Management. Eerder was hij onder meer CEO bij Green Real Estate en Managing Director van HB Capital.

Jeroen de Boer en Friso van der Mark

gaan bij IBS Capital Allies aan de slag als Wealth Manager. De Boer was hiervoor Vermogensbeheerder bij ABN AMRO MeesPierson. Van der Mark komt over van Bank J. Safra Sarasin.

Jasper Petit

is aangesteld als Managing Director International Investments bij Bouwinvest. Hij komt over van Clarion Partners Europe.

Jeroen Vetter

is benoemd tot CEO van SFO Alliance. Hij gaf tot begin dit jaar leiding aan Ardys, het single family office van Rudolf Booker.

Alae Laghrich

is benoemd tot de nieuwe voorzitter van het uitvoerend bestuur bij PME. Hij is al sinds 2021 Sleutelfunctiehouder Risicobeheer en sinds 2022 uitvoerend bestuurder van PME.

Jelmer Brons

is aangesteld als Chief Commercial Officer bij Ortec Finance. Hiervoor werkte hij 12 jaar bij S&P Global.

Kevin ter Borgt

is bij PGGM Investments begonnen als Junior Investment Manager Listed Real Estate. Hij werkte de afgelopen anderhalf jaar als Trainee bij a.s.r. real estate.

Michiel Dill

gaat aan de slag als Programmadirecteur van het Private Wealth Management-programma aan Nyenrode Business University. Hij blijft daarnaast Partner van Clavis, dat hij in 2008 oprichtte.

Ruud Fransen

is gestart bij Robeco als Senior Sales Manager. Hiervoor werkte hij onder meer 7 jaar bij Candriam en 12 jaar bij NN IP.

Steven de Vries

is door Robeco benoemd tot Hoofd Wholesale Europa. Hiervoor was hij Hoofd Wholesale Europa en Latijns-Amerika bij LGIM.

Sebastiaan Ranner

is benoemd tot Partner bij DeepTechXL. Hiervoor werkte hij 18 jaar bij MN.

**Maarten de Lint**

is aangesteld als Director Client Relations & Business Development bij Baillie Gifford in Amsterdam. Eerder was hij Director Client Relations and Business Development Europe bij GMO.

Mina Jacob

vervult interim de functie van Senior Investment Manager bij Ahold Delhaize Pensioen.

Caspar van Eijck

gaat bij Keppel Fund Management & Investment aan de slag op het gebied van Client Solutions Europe & Israel - Sustainable Real Assets.

Richard Bruens

heeft zich als Adviseur verbonden aan MG Partners. Hij sloot vorig jaar zijn bestuurscarrière af bij Van Lanschot Kempen.

Ruud van Doorn

is aangesteld als Director Buy-out Netherlands bij Athora. Hij was daar sinds 2024 al actief als Hoofd Risk Transfer.

Matthies Verstegen

is aangetreden als Vice-Voorzitter van de AEIP. Hij blijft daarnaast actief als Hoofd van het Brusselse kantoor van de Pensioenfederatie.

Jaco van der Starre

is bij BPL Pensioen benoemd tot bestuurslid namens de werkgevers. Hij werkte de afgelopen 9 jaar bij Green Solutions.

Harmen van Wijnen en Yolanda Verdonk

zijn herbenoemd in het uitvoerend bestuur van ABP. Daarmee gaan beide bestuurders hun tweede termijn in.

Hein Bulter

is gestart als Senior Credit Portfolio Manager bij Cardano in Rotterdam. Zijn laatste functie was bij Achmea Investment Management.

Albert Trox

treedt aan als CIO bij DAR Hypotheken. Hij was hiervoor Managing Partner bij Credive.

Roel van der Stegen

is bij Achmea Investment Management begonnen in de functie van Impact Due Diligence Specialist. Hij komt over van Clavis waar hij zijn carrière begon.

Evalinde Eelens

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT).

Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:



Kanker raakt iedereen.

1 op de 3 mensen krijgt ermee te maken.

Als je wilt weten waar je de beste zorg krijgt — en snel geholpen wilt worden — zet Inspire2Live zich in. Wij verbinden patiënten, artsen en wetenschappers en zorgen dat kennis sneller wordt toegepast in de praktijk.

Wat we hebben bereikt

- 15 jaar onderzoek naar bewegen als onderdeel van revalidatie. Overleving bij darmkanker is aantoonbaar verbeterd.
- Structurele aandacht voor geestelijke gezondheid via de leerstoel Leven en samenleven met kanker aan de Vrije Universiteit.
- We brengen de beste wetenschappers en artsen wereldwijd samen, zodat wetenschap sneller verandert in zorg die het verschil maakt.

Met jouw steun kunnen wij dit werk voortzetten én versnellen. Elke donatie draagt direct bij aan nieuwe initiatieven, betere zorg en meer kwaliteit van leven voor patiënten en hun omgeving.

Doneer

Help ons helpen.

Ga naar
inspire2live.org
of scan de QR code



Samen brengen we kennis, compassie en samenwerking tot leven — tussen patiënten, onderzoekers en zorgverleners.



**inspire
2live**



Laat kinderdromen uitkomen.

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

Help mee, steun Kika



Scan en steun